



Diciembre 26 de 2025

# Descanso sin intervención

## Autores:

**Camila Martinez K.**  
P.S. – Mercados Financieros  
[camila.martinez@bancoagrario.gov.co](mailto:camila.martinez@bancoagrario.gov.co)

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

La cotización del dólar estadounidense (USD) frente a otras monedas de reserva revirtió la tendencia alcista de los últimos meses y se redujo hasta mínimos no vistos desde finales de septiembre. Parte de este comportamiento sigue sustentado al reciente recorte de tasas de interés de la Fed en EEUU y expectativas de más reducciones en el futuro cercano, pero también obedece a un aumento en el apetito por riesgo global que ha debilitado la demanda por activos de refugio como el USD.

Los flujos de USD por inversión de portafolio hacia mercados emergentes se han desacelerado recientemente. No obstante, el atractivo hacia activos financieros en mercados con diferenciales de tasas de interés altos se mantiene y seguirá estimulando la entrada de USD, particularmente hacia LATAM donde este determinante se destaca. Los precios de las materias primas volvieron a desvalorizarse, en contraste con la debilidad del USD y en medio de unas persistentes preocupaciones de oferta a nivel global.

Las monedas de mercados emergentes se fortalecieron frente al USD en el balance, con algunas excepciones particulares en LATAM como el caso del real brasileño que ha estado sometido a una fuerte volatilidad de carácter idiosincrático. Sin esta divisa, el resto de monedas de la región se apreciaron frente al USD en el último mes. A pocos días de finalizar 2025, el peso colombiano estará en el podio de las monedas EM más apreciadas frente al USD.

En el plano local, la menor intervención de Crédito Público a través de compra/venta de USD en el mercado, así como la reciente decisión de BanRep de mantener estable la tasa de referencia, produjo una corrección al alza de la tasa de cambio. Los fundamentos del mercado continúan sólidos y los amortiguadores contra choques externos se siguen fortaleciendo. Las condiciones de liquidez en USD del mercado han mejorado gracias a las entradas de USD asociadas a la venta directa de TES del Gobierno a PIMCO.

Bajo este contexto, la tasa de cambio se depreció hasta un promedio-mes de COP 3806 y en algunas sesiones llegó incluso a operar levemente por debajo de los COP 3700. Los volúmenes de negociación en el mercado cambiario aumentaron de manera atípica en plena temporada navideña, mientras que las principales medidas de volatilidad observada e implícita de la tasa de cambio se incrementaron.

Banco Agrario de Colombia  
Edificio Dirección General  
Bogotá D.C.  
Carrera 8 No. 15 – 43, Piso 7  
+601 5948500  
[www.bancoagrario.gov.co](http://www.bancoagrario.gov.co)

**Investigaciones Económicas**  
Tesorería

## Contexto internacional

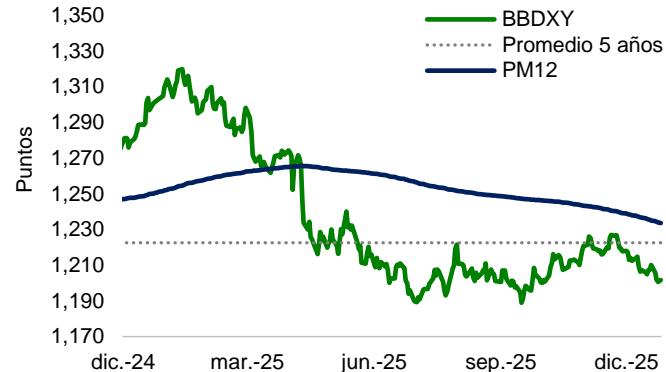
La cotización del dólar estadounidense (USD) frente a otras monedas de reserva revirtió la tendencia alcista de los últimos meses y se redujo hasta mínimos no vistos desde finales de septiembre (Gráfico 1). Parte de este comportamiento ha estado asociado al reciente recorte de tasas de interés de la Fed en EEUU y expectativas de más reducciones en el futuro cercano, pero también obedece a un aumento en el apetito por riesgo global que ha debilitado la demanda por activos de refugio como el USD.

Tras la finalización del cierre parcial del Gobierno en EEUU, que afectó la publicación de muchos datos macroeconómicos de impacto en octubre y noviembre, las cifras recién conocidas han mostrado una panorámica que sigue alimentando el nerviosismo del mercado. Por un lado, la inflación del IPC en noviembre se desaceleró hasta 2.7%, si bien permanece por encima de la meta de 2%. Asimismo, el mercado laboral continúa enfriándose, con un desempleo que alcanzó niveles de 4.6%, máximos no vistos desde 2021 y muy por encima del desempleo estructural de la economía de EEUU (Gráfico 2).

Sin embargo, como lo analizamos recientemente en un informe, todo este ajuste de la economía de EEUU ha estado en línea con lo que la Fed esperaba en términos de cerrar desbalances de demanda para llevar la inflación a sus objetivos de política. Este no ha sido el caso frente a las expectativas del mercado, donde persiste un pesimismo importante y una fuerte desconexión con los datos observados (ver “[Pocas sorpresas, mucha incertidumbre](#)” en [CE – Diciembre 11 de 2025](#))

Las divergencias nominales en mercados avanzados siguen ejerciendo 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 “[Pocas opciones, muchas tensiones](#)” en [IMDP – Diciembre de 2025](#)). Los recientes incrementos en la tasa de interés de política monetaria del Banco de Japón (BoJ, por sus siglas en inglés), poniendo fin a una era de fondeo barato para muchos inversionistas especulativos, ha sido una de las principales causas del cierre de este *spread* (fin del *carry-trade* japonés) y de la debilidad relativa del USD frente a otras monedas de reserva.

Comportamiento del USD durante el último año



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Desempleo observado y no inflacionario EEUU



Fuente: Bloomberg y Reserva Federal. Investigaciones Económicas - BAC.

\*Estimación implícita en el material de proyecciones del FOMC.

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 diciembre un promedio mensual de 1,209 puntos. Esto se traduce en una caída de 1.1% frente al promedio mensual de noviembre, la más fuerte en términos mensuales desde junio pasado.

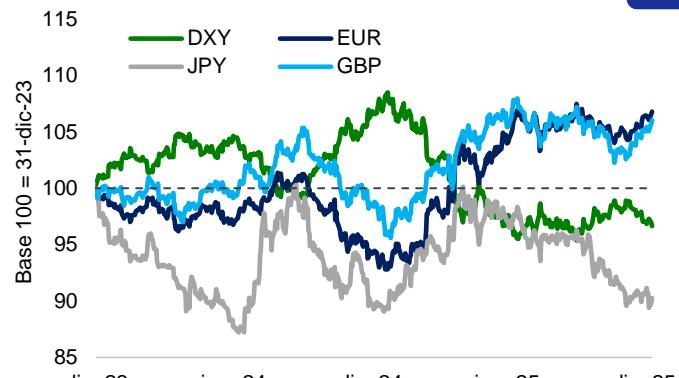
Relativo a otras monedas fuertes, el yen japonés (JPY) fue la única divisa que registró una depreciación mensual de 0.4% frente al USD (Gráfico 3), afectada por la actual tensión fiscal-monetaria en ese país. La libra esterlina (GBP) y el euro (EUR), por su parte, registraron avances frente al USD de 1.6% y 1.2%, respectivamente. A pocos días de terminar 2025, el EUR fue la moneda de reserva que más ganó terreno frente al USD este año, con una apreciación acumulada de 13.9%.

Los flujos de USD hacia mercados emergentes (EM) se mantienen positivos en 4T25, pero se han desacelerado frente a trimestres previos debido al aumento visto en los niveles de aversión al riesgo en noviembre. Los ingresos de inversión de cartera hacia EM (sin China) fueron de USD 1,800 millones en noviembre, con lo cual el promedio mensual de 4T25 se redujo hasta USD 8,300 millones. El índice EMFP de Bloomberg, que actúa como una variable proxy de estos flujos, sugiere que en diciembre las entradas netas de USD se habrían acelerado a sus ritmos más altos desde 2020 (Gráfico 4), consistente con el reciente comportamiento del USD.

En el balance, los precios de las materias primas volvieron a desvalorizarse en el último mes, en medio de múltiples factores fundamentales y en contra de la debilidad internacional del USD. Así, el índice agregado de materias primas de Goldman Sachs (GSCI) se redujo en promedio 0.9% en diciembre.

El subíndice agrícola tuvo una desvalorización mensual de 1.7%. Este comportamiento se dio en medio de una creciente sobre-oferta a nivel mundial y factores climáticos que han influido en este comportamiento. Allí sobresale la caída de 4.9% mensual que tuvo el precio del café suave, en medio de un aumento de la producción global del grano y mejores cosechas en Brasil y Vietnam frente a lo previsto.

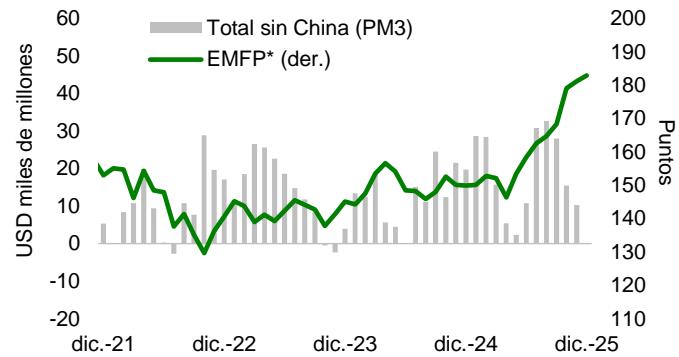
Evolución de otras monedas fuertes vs USD



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

3

Inversión de portafolio hacia mercados EM



Fuente: IIF y Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

\*Índice que incorpora 4 clases de activos que determinan flujos hacia EM.

4

<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.

Por su parte, el subíndice del sector metales-metálgico registró un incremento mensual de 4.1% y se consolidó en 2025 como el de mayor retorno con un 22% (Gráfico 5). Este desempeño estuvo favorecido principalmente por el segmento de metales preciosos, particularmente la plata y el oro. Sus principales determinantes fueron: 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) el incremento en el consumo intermedio mundial que está favoreciendo materias primas como la plata.

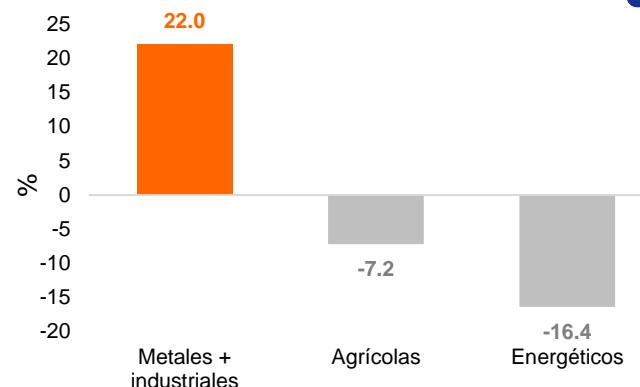
El subíndice del sector energético registró una desvalorización de 4.4%, impulsado particularmente por las fuertes caídas en los precios del crudo ante un creciente exceso de oferta global. Así, los precios del petróleo en sus referencias Brent y WTI cayeron 3.1% y 2.6%, respectivamente. La cotización media de estas referencias cayó por debajo del nivel de 60 dólares por barril (dpb) hasta 59.8 dpb: 61.7 dpb el Brent y 57.9 dpb el WTI.

En su más reciente informe de perspectivas del mercado mundial de crudo<sup>2</sup>, 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 y 55 dpb para 2026. La entidad volvió a señalar que el balance de riesgos permanece sesgado a la baja en medio del actual desequilibrio de oferta y de previsiones de mayores aumentos en los inventarios para 2026.

En el mercado de derivados, los precios implícitos del petróleo también se esperan que se mantengan presionados a la baja en los próximos meses. Para 2026, el promedio-año implícito en estos contratos se sitúa en 61.5 dpb, con un mínimo cercano a los 61 dpb.

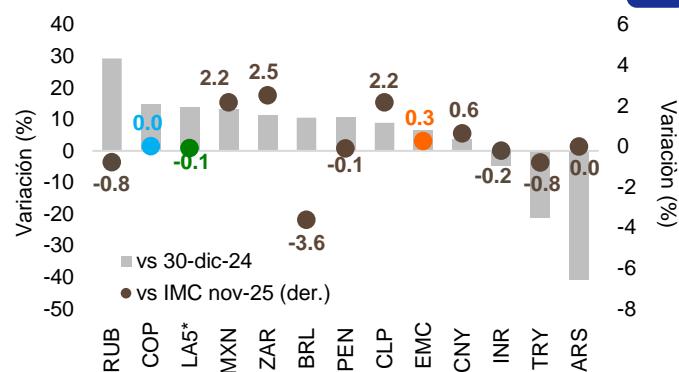
En este entorno, el índice MSCI que compara monedas EM contra el USD (EMC) registró un avance de 0.3% en diciembre (Gráfico 6). Por el contrario, el índice de monedas de LATAM sin Argentina (LA5) se desvalorizó 0.1%, afectado en su totalidad por la significativa depreciación de 3.6% del real brasileño (BRL). El contraste de la región fue el peso chileno (CLP) y el peso mexicano (MXN) con sendas ganancias mensuales de 2.2%. El rand de Sudáfrica (ZAR) fue la moneda de EM

Variación en precios de materias primas en 2025



Fuente: Goldman Sachs. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Desempeño monedas EM vs USD en 2025



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

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

<sup>2</sup> Short Term Energy Outlook (STEO) - December 2025.

que más se apreció frente al USD, con una ganancia de 2.5%. Por el contrario, como ya se explicó previamente, el BRL fue la divisa con la mayor caída mensual.

Durante todo 2025, las monedas de EM que más se apreciaron frente al USD fueron rublo ruso (RUB), el peso colombiano (COP) y el MXN, con avances acumulados de 29.3%, 14.8% y 13.3%, respectivamente. En contraste, el peso argentino (ARS), la lira turca (TRY) y la rupia india (INR) fueron las únicas divisas que, sobre la misma canasta, exhibieron una depreciación frente al USD este año, con caídas de 40.7%, 21.3% y 4.8% respectivamente.

## Mercado local

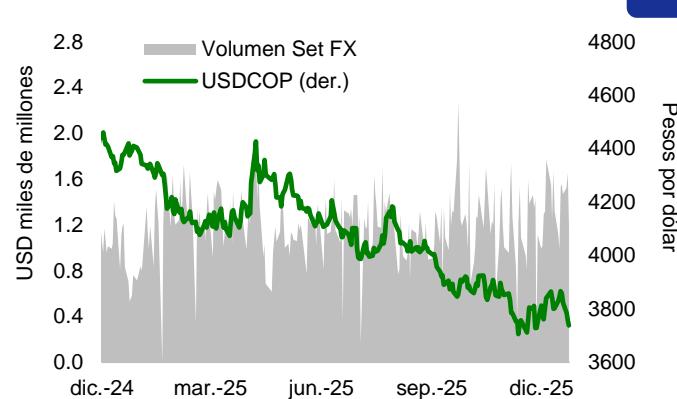
Un poco en contraste con el desempeño que ha tenido el USD en los mercados internacionales, la tendencia de la tasa de cambio USDCOP fue ligeramente alcista en diciembre frente al mes anterior. Este comportamiento, como lo habíamos advertido, se ha dado en medio de un ajuste significativo de las expectativas del mercado en torno a los futuros movimientos de tasas de interés de BanRep, pero también a un ritmo de monetizaciones de Crédito Público (venta de USD) sustancialmente inferior al de meses previos (ver “Entre compras y ventas, se anula la diferencia” en [IMC – Noviembre de 2025](#)).

El balance de oferta-demanda del mercado cambiario local se mantiene en buenas condiciones, situación que sigue favoreciendo al COP. Lo anterior se ha dado pese a la fortaleza de la demanda interna (que impulsa la demanda de divisas) y a que el financiamiento del déficit externo se está concentrando en fuentes volátiles como los capitales golondrina (ver “Buen balance, pero un menor alcance” en [CE – Diciembre 4 de 2025](#)).

Bajo este contexto, el promedio-mes de la tasa de cambio en diciembre aumentó hacia niveles de COP 3806, lo que refleja una depreciación de 0.9% frente al promedio de noviembre (Gráfico 7). Su valor máximo a frecuencia diaria fue COP 3867, mientras que el mínimo del periodo fue COP 3707. Al corte de ese informe, el cierre mensual de la tasa de cambio fue COP 3708. El volumen de negociación en Set FX registró un promedio diario de USD 1,366 millones, por encima de los USD 1,155 millones del mes previo y un aumento atípico dada la estacionalidad del periodo. Estos registros también superan con creces los USD 979 millones del mismo mes del año pasado.

Las diferentes medidas de volatilidad de la tasa de cambio no exhibieron variaciones significativas frente al mes previo. La ventana mensual de volatilidad en diciembre fue de COP 160, similar a los COP 152 de noviembre y apenas por debajo de los COP 164 del promedio de los últimos 12 meses (Gráfico 8). La volatilidad diaria-anualizada, otra buena medida de dispersión riesgo, aumentó hasta niveles promedio de 14.9%, por encima del promedio año-corrido de 11.8% pero lejos de niveles críticos.

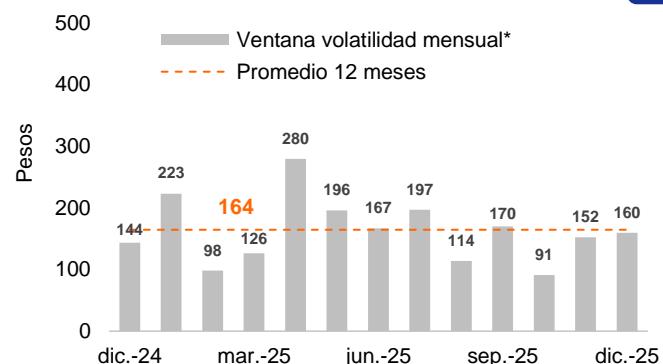
Evolución reciente del USD en el mercado local



Fuente: Set FX. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

7

Ventanas mensuales de volatilidad del USDCOP



Fuente: Set FX. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

\*Diferencial entre cotización mínima y máxima del mes.

8

En términos anuales, la tasa de cambio exhibió una apreciación de 13.2% en diciembre, lo que contrasta con el ritmo de depreciación promedio del mismo mes del año 2024 cercano al 11%. 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). En efecto, el déficit comercial de octubre fue USD 1,914 millones, superior al déficit de USD 1,055 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 15,855 millones, el más alto desde mayo de 2022. Como proporción del PIB, este egreso tendencial de USD ya se sitúa en 3.6%, el más alto desde julio de 2023.

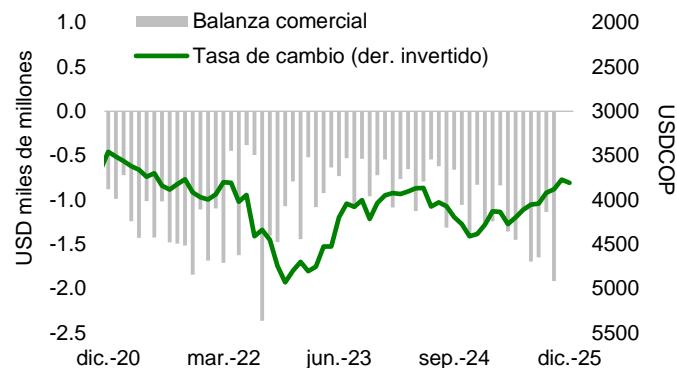
Por ahora, dadas las fuertes entradas de USD por remesas de trabajadores y la debilidad internacional del USD, esta ampliación del déficit comercial no ha ejercido presiones importantes sobre el desbalance externo de la economía ni sobre la cotización de la tasa de cambio (ver “Buen balance, pero un menor alcance” en [CE - Diciembre 4 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 1,257 millones en noviembre, lo que se traduce en una reducción de USD 286 millones frente a lo observado el mes previo. Lo anterior obedece a una reducción significativa de USD 534 millones del superávit de balanza de servicios y transferencias, resultado de unos mayores egresos de reintegros financieros por USD 381 millones y una reducción de ingresos de reintegros no financieros por USD 152 millones, lo cual fue compensado en parte por un menor déficit de balanza comercial por USD 248 millones (Tabla 1).

En la cuenta financiera, los movimientos netos de capital (sin variación de reservas internacionales) registraron salidas por USD 776 millones, lo que representa un menor egreso neto frente al mes anterior por USD 657 millones. Esto se dio en medio de un menor egreso de

Balance comercial de bienes en dólares FOB

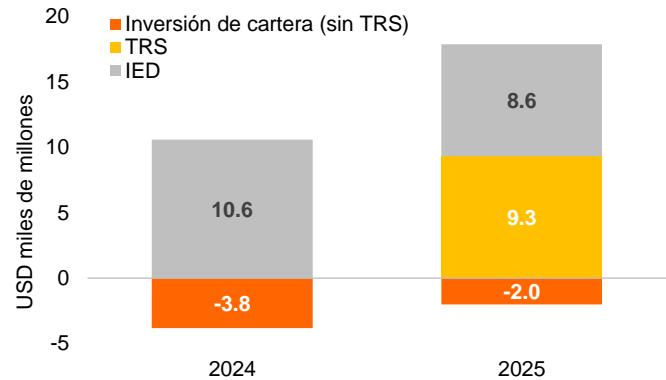
9



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

Flujos de capitales privados hacia Colombia

10



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

capital privado por USD 642 millones y un incremento de ingresos de capital oficial por USD 333 millones, compensado parcialmente por una reducción de USD 318 millones en los ingresos de divisas por otras operaciones especiales.

Los capitales privados (sin préstamos y operaciones con derivados financieros) registraron ingresos netos por USD 688 millones, por encima de los ingresos por USD 253 millones de octubre. Por Inversión Extranjera Directa (IED) se presentaron ingresos netos de USD 703 millones, similares a los registros de octubre y de los cuales USD 529 millones corresponden a IED hacia el sector de petróleo y minería. En la Inversión de Portafolio (IP) se registraron egresos netos por USD apenas 16 millones, lo que representa una mejora frente a las salidas por USD 447 millones del mes anterior.

Por su parte, los flujos de entrada por préstamos netos con el extranjero fueron de USD 196 millones, superiores en USD 65 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 195 millones, inferior en USD 36 millones al flujo de octubre.

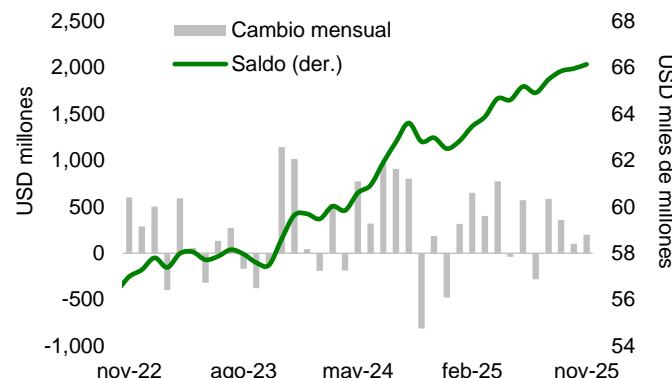
La información preliminar de diciembre sugiere una mayor dinámica de ingresos netos de capitales privados extranjeros, principalmente flujos de IP, cuyo registro durante la primera semana del mes fue de USD 290 millones. Teniendo en cuenta la reciente colocación directa de TES por parte de Crédito Público a PIMCO por USD 6,000 millones, es de esperar que estos flujos aumenten considerablemente en la medida que BanRep publique la nueva información disponible de balanza cambiaria y que, en particular, el inversionista extranjero decida realizar las monetizaciones de manera discrecional (ver "Pocas opciones, muchas tensiones" en [IMDP – Diciembre de 2025](#)).

En el acumulado de 2025, la IED registra menores entradas por USD 2,038 millones frente al total de todo 2024 de USD 10,591 millones. Por su parte, los flujos de IP, sin el *Total Return Swap* (TRS) constituido por Crédito Público con la banca externa en meses previos, registran egresos netos por USD 2,006 millones (Gráfico 10).

En este entorno, el saldo de reservas internacionales brutas que administra BanRep se incrementó en USD 182 millones en noviembre. Así, el saldo de reservas se ubicó

Acervo de reservas internacionales brutas

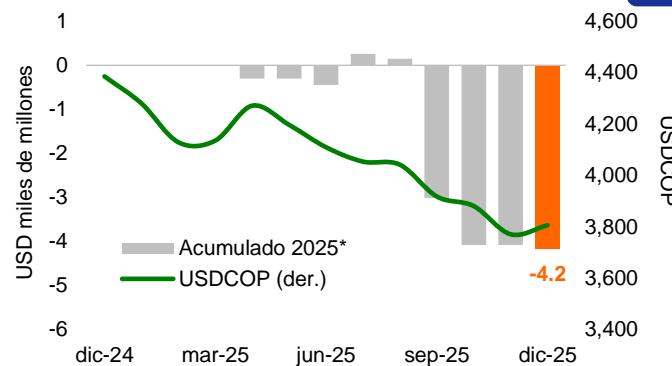
11



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.

en USD 66,141 millones, alcanzando un nuevo máximo histórico (Gráfico 11). Este acervo excepcionalmente alto representa una sólida posición de Colombia para 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 diciembre ventas netas de USD a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) por al menos USD 70 millones. Este registro está muy por debajo de las fuertes monetizaciones vistas en meses previos, pero que igualmente a la fecha representan un acumulado muy significativo de USD 4,160 millones en todo 2025 (Gráfico 12).

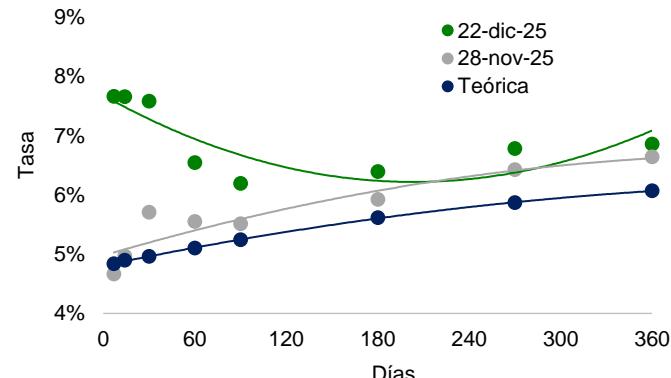
En el mercado *forward*, la posición compradora de los inversionistas extranjeros siguió descendiendo. Según nuestros cálculos, en noviembre los extranjeros habrían reducido sus posiciones largas en *forward* por cerca de USD 794 millones, un elemento que también sigue creando presiones bajistas sobre 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 aumentó 128 pbs en diciembre. En los nodos de más corto plazo, particularmente de 7 a 30 días, se presentaron los incrementos más significativos con subidas del orden de 252 pbs hasta niveles promedio de 7.63% (Gráfico 13). Esta situación, en parte afectada por las apuestas exacerbadas del mercado en cuanto a incrementos inminentes en la tasa de interés de BanRep, también estaría reflejando mejoras significativas en la liquidez en USD del mercado, algo que se encuentra en línea con las recientes operaciones del Gobierno.

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 164 pbs por encima. La pendiente de la curva teórica de devaluaciones se ha empinado, lo que indica un mayor diferencial de tasas de

Curva de devaluaciones implícitas vs teórica

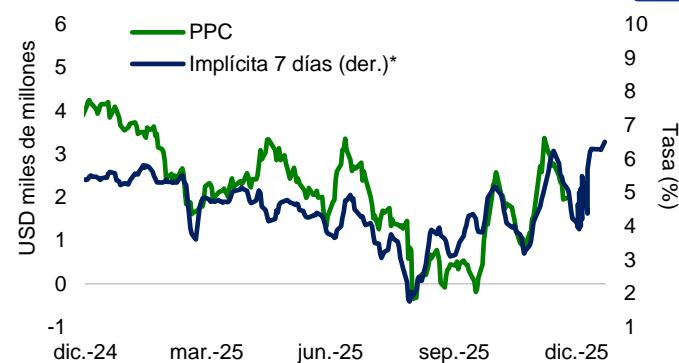
13



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.

interés locales-externas en el futuro cercano y que eventualmente podría estimular una mayor entrada de USD asociada a estrategias de *carry-trade* de inversionistas extranjeros especulativos

Bajo este contexto, los datos diarios de la Posición Propia de Contado (PPC) de los IMC dan cuenta de incrementos frente a lo observado en meses previos, en línea con unas menores compras de USD realizadas por Crédito Público. El comportamiento de las devaluaciones implícitas a corto plazo en diciembre ratifica lo anterior, lo que da cuenta de unas condiciones de liquidez muy favorables en el mercado cambiario tras el apretón registrado en noviembre.

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

	Mensual			Acumulado año*			T1
	oct.-25	nov.-25	Var. (USD)	2024	2025	Var. (USD)	
<b>Cuenta Corriente</b>							
Balanza Comercial	-345	-97	248	2,751	58	-2,693	
Reintegros por exportaciones	837	758	-80	9,395	9,169	-227	
Giros por importaciones	-1,182	-855	327	-6,645	-9,111	-2,466	
<b>Balanza Servicios y Transferencias</b>	<b>1,888</b>	<b>1,354</b>	<b>-534</b>	<b>21,610</b>	<b>23,529</b>	<b>1,918</b>	
Reintegros financieros	-228	-610	-381	-2,500	-2,033	466	
Reintegros no financieros	2,116	1,964	-152	24,110	25,562	1,452	
<b>Movimientos Netos de Capital</b>	<b>-1,433</b>	<b>-776</b>	<b>657</b>	<b>-21,479</b>	<b>-19,547</b>	<b>1,932</b>	
Capital Privado	-3,450	-2,809	642	-23,348	-21,918	1,430	
Préstamos netos	131	196	65	2,978	2,242	-736	
Inversión Extranjera Directa (IED) hacia Colombia	700	703	3	9,858	8,553	-1,305	
Inversión de portafolio hacia Colombia	-447	-16	432	-3,187	7,318	10,505	
Salidas de flujos de capital local**	-231	-195	36	-2,199	-1,825	374	
Derivados financieros, cuentas de compensación y otros	-3,602	-3,498	105	-30,799	-38,207	-7,408	
Capital Oficial	1,201	1,534	333	3,678	-1,761	-5,439	
Otras Operaciones Especiales	816	499	-318	-1,808	4,132	5,940	
<b>Variación de Reservas Brutas</b>	<b>110</b>	<b>482</b>	<b>371</b>	<b>2,883</b>	<b>4,040</b>	<b>1,158</b>	

Fuente: BanRep. Elaboración de Investigaciones Económicas - BAC. \*Cifras con corte al 5 de diciembre 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 diciembre con el índice de monedas de LATAM y el CLP. En valor absoluto, esta correlación se situó en 63%, en ambos casos por encima del mes anterior.

La correlación cruzada entre monedas de LATAM aumentó frente al mes previo, y se ubica en niveles cercanos al 55%, aunque se mantiene por debajo de su promedio histórico (Gráfico 15). La correlación con el índice MSCI de monedas de mercados EM en valor absoluto fue 57% en diciembre, por encima de lo observado en noviembre (40%).

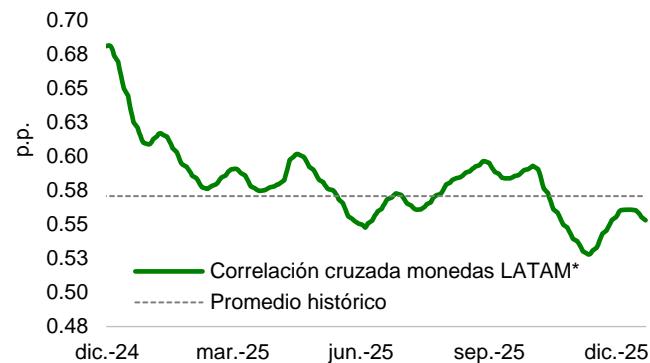
La correlación con el precio del petróleo, históricamente uno de los principales determinantes de corto plazo del peso-dólar, presentó el signo esperado y fue -23%. Este nivel se cerca al promedio de -25% de toda la serie y refleja una correlación más fuerte que el -8% registrado en lo corrido de 2025.

Nuestros modelos de valor justo de la tasa de cambio sugieren niveles de 3827 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 índice de monedas de LATAM. Al analizar el criterio de elasticidad, la mayor sensibilidad también se exhibe contra el índice de monedas de LATAM.<sup>3</sup>

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 3730 pesos.

*Magnitud del riesgo contagio en LATAM*

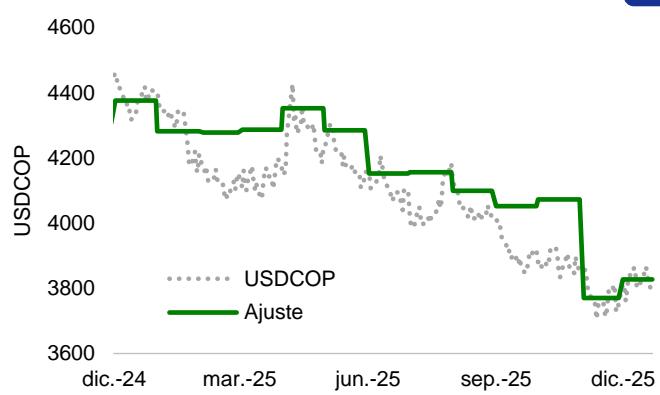


Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

\*Promedio de correlaciones individuales contra índice LACI.

15

*Dólar mercado spot vs estimación de valor justo*



Fuente: Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

16

<sup>3</sup> Ver detalle en los gráficos ubicados en la parte inferior de este informe.

## Expectativas de corto plazo

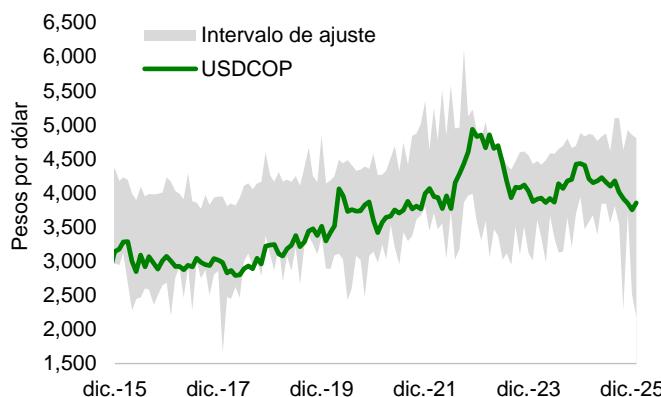
Seguimos esperando que la cotización del USD en los mercados globales gane terreno en los próximos meses tras el descanso pasajero de diciembre. Ante la marcada desconexión entre la percepción del mercado en materia económica y las recientes señales que ha dado la Fed sobre sus futuras decisiones de tasas de interés, luce muy probable que el precio del USD tenga un rebote durante los primeros meses del próximo año.

En terreno local, la venta directa de TES del Gobierno a PIMCO implica una entrada de divisas por USD 6,000 millones que necesariamente tendrá que hacerse a través del mercado (compromiso de registro cambiario por parte del comprador). Aunque la magnitud de este flujo es muy significativa, es importante advertir que podrá ser gradual y en cualquier caso discrecional en función de lo que decida hacer el inversionista extranjero, por lo que presiones bajistas sobre la tasa de cambio en el futuro cercano dependerán de los flujos potenciales a monetizar.

En este entorno, **revisamos a la baja nuestro pronóstico de tasa de cambio al cierre de 2025 hasta COP 3700, muy por debajo de nuestro pronóstico preliminar de COP 3850**. Para 1T26 esperamos niveles objetivo de COP 3760, cerca de unos COP 100 por debajo de los niveles de equilibrio que estimamos alrededor de los COP 3850 y que serían resultado de los flujos potenciales de monetizaciones en el mercado.

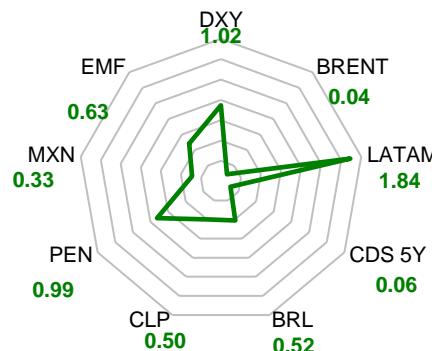
**Para 2026 proyectamos un promedio-año para la tasa de cambio de COP 3965, inferior al promedio de COP 4045 de 2025.** Estos niveles son consistentes con nuestra perspectiva de unos fundamentos locales sólidos y una fortaleza del USD que no necesariamente será tan significativa en los mercados externos. No obstante, advertimos que la volatilidad de la tasa de cambio será muy alta dado el ciclo político (periodo de elecciones presidenciales), especialmente durante la primera mitad del año.

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



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC

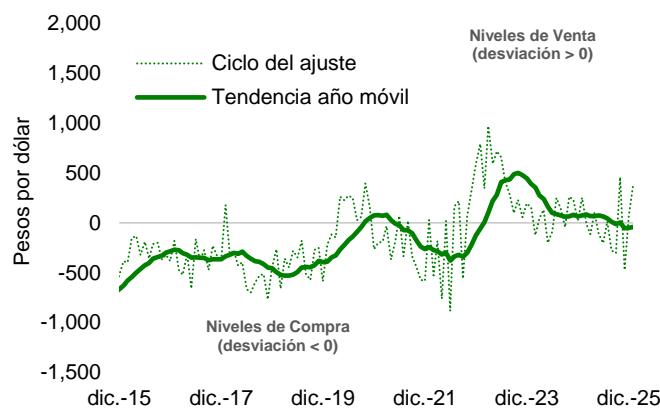
### Elasticidades USDCOP con determinantes CP\*



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas – BAC.

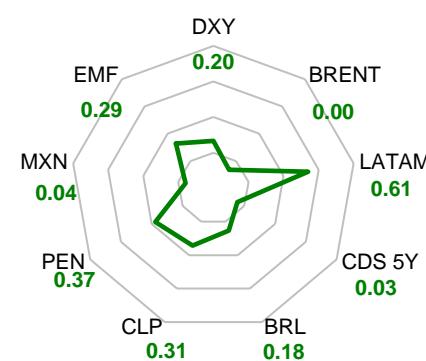
\*Estimaciones con modelos logarítmicos-lineales de regresión simple.

### Ajuste cíclico del USDCOP a sus niveles estructurales



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

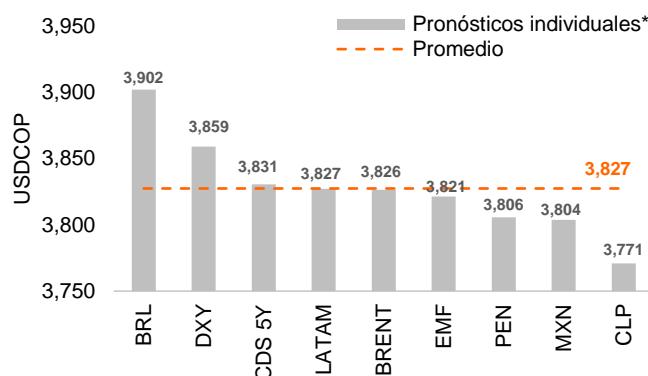
### Medidas individuales de bondad del ajuste\*



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas – BAC.

\*Regresiones simples con ventanas muestrales de 60 días.

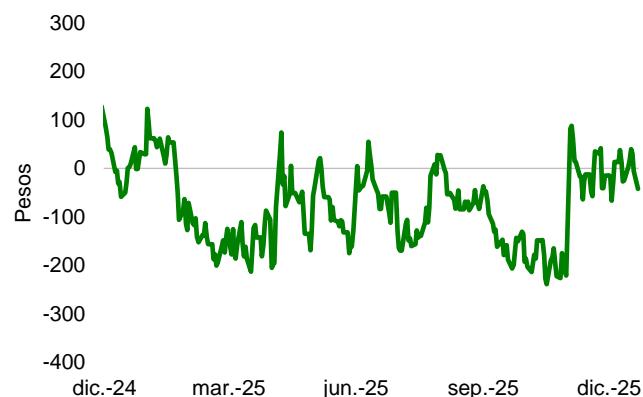
### Niveles justos de corto plazo en la tasa de cambio



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	-0.23	0.55	0.43	-0.63	0.00	0.46	0.63	0.28	-0.57	0.08	0.09
BRENT	-0.23	1.00	-0.29	-0.02	-0.16	0.10	0.26	0.11	0.21	0.45	0.23	-0.19
CDS 5Y	0.55	-0.29	1.00	0.09	-0.20	-0.14	0.13	0.27	-0.16	-0.37	0.31	-0.03
BBDXY	0.43	-0.02	0.09	1.00	-0.39	0.58	0.09	0.35	0.03	-0.07	-0.17	-0.20
LATAM**	-0.63	-0.16	-0.20	-0.39	1.00	-0.41	-0.89	-0.79	-0.50	0.40	-0.39	0.28
MXN	0.00	0.10	-0.14	0.58	-0.41	1.00	0.06	0.36	0.20	0.03	-0.25	-0.43
BRL	0.46	0.26	0.13	0.09	-0.89	0.06	1.00	0.59	0.43	-0.33	0.62	-0.19
CLP	0.63	0.11	0.27	0.35	-0.79	0.36	0.59	1.00	0.37	-0.36	0.23	-0.32
PEN	0.28	0.21	-0.16	0.03	-0.50	0.20	0.43	0.37	1.00	-0.23	0.02	-0.23
EM FX	-0.57	0.45	-0.37	-0.07	0.40	0.03	-0.33	-0.36	-0.23	1.00	0.03	0.00
EM VOL	0.08	0.23	0.31	-0.17	-0.39	-0.25	0.62	0.23	0.02	0.03	1.00	-0.20
COLCAP	0.09	-0.19	-0.03	-0.20	0.28	-0.43	-0.19	-0.32	-0.23	0.00	-0.20	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: 22 diciembre 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.

---