



## Informe Mensual Cambiario

Investigaciones Económicas

### Resumen

- *La cotización del dólar en los mercados mundiales retomó su senda alcista durante el último mes, apoyada por las expectativas de un endurecimiento monetario más agresivo de la Fed y las crecientes divergencias nominales y reales que este factor sigue suscitando. Las presiones estructurales sobre el dólar continúan siendo claramente alcistas.*
- *Los precios de los commodities volvieron a caer en el último mes como consecuencia de un dólar fuerte y los crecientes temores de recesión. Lo anterior ha venido acompañado de una debilidad persistente en los flujos de entrada de inversión de portafolio hacia mercados emergentes, lo que castiga por doble banda a las monedas de economías productoras de materias primas.*
- *En este entorno, las monedas de mercados emergentes se siguen depreciando frente al dólar. Comparativamente frente a otras monedas de mercados emergentes de Europa y Asia, el terreno perdido por las monedas de LATAM frente al dólar ha sido inferior debido a los significativos incrementos en las tasas de interés de política monetaria en la región.*
- *Los términos de intercambio en Colombia permanecen en niveles históricamente elevados, gracias a unos altos precios internacionales del petróleo. El déficit comercial del país ha comenzado a corregirse gracias a lo anterior y el egreso neto corriente de dólares, derivado del exceso de gasto de la economía, se sigue financiado en su amplia mayoría con flujos privados de capitales extranjeros.*
- *Bajo este contexto, la cotización del dólar en el mercado local ha aumentado en septiembre hasta niveles promedio de 4420 pesos. A pesar de los buenos fundamentos de la economía colombiana, los factores externos siguen siendo los principales determinantes de la tasa de cambio.*

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

### CONTENIDO

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

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

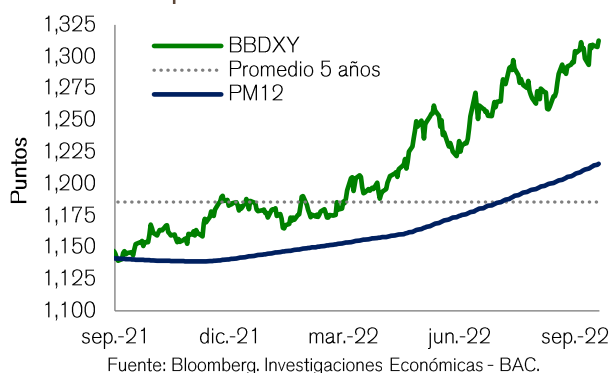
**Camila Martinez K.**  
Profesional Universitario  
[camila.martinez@bancoagrario.gov.co](mailto:camila.martinez@bancoagrario.gov.co)



## Contexto internacional

La cotización del dólar en septiembre retomó la senda alcista característica del último año y recientemente volvió a anotar máximos de 20 años. Como lo habíamos señalado en nuestro último informe, el descanso visto en agosto se advertía pasajero (ver “Un descanso pasajero” en [IMC – Agosto 22 de 2022](#)), pues: i) las divergencias nominales y reales entre EEUU y el resto del mundo avanzado persisten; y ii) la demanda por activos de refugio se mantiene fuerte, en un ambiente global de elevada incertidumbre que favorece la valoración relativa de activos como el dólar.

Gráfico 1. Comportamiento del dólar durante el último año



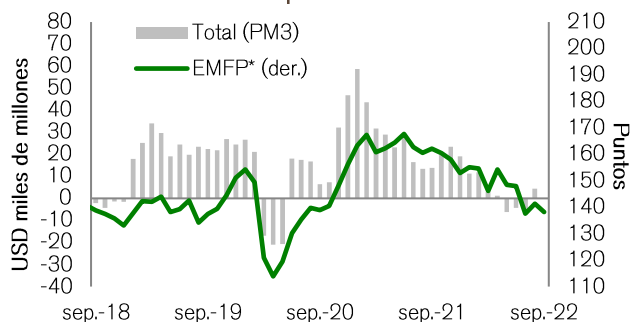
En lo fundamental, la Fed de EEUU sigue preparando el terreno para más incrementos de tasas de interés en el futuro cercano y es inminente otro movimiento de 75 pbs al alza en su próxima reunión de septiembre. Más aún, las expectativas implícitas en el mercado monetario de EEUU se ajustaron fuertemente al alza en el último mes y ahora apuntan a un techo de tasas en 4.25% - 4.5% durante este ciclo contractivo, algo que se alcanzaría en 1T23.

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

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

De esta forma, el índice BBDXY de Bloomberg, que compara la moneda americana contra una cesta de monedas ponderadas por su liquidez<sup>1</sup>, registra en septiembre un incremento de 2.2% frente al promedio de agosto, alcanzando recientemente valores de 1,313 puntos que corresponden a un máximo no visto desde junio de 2002. La desviación frente a su media móvil 12 meses (PM12) y al promedio de los últimos 5 años sigue siendo muy elevada, bordeando un 9.3% (Gráfico 1).

Gráfico 2. Inversión de portafolio hacia mercados EM



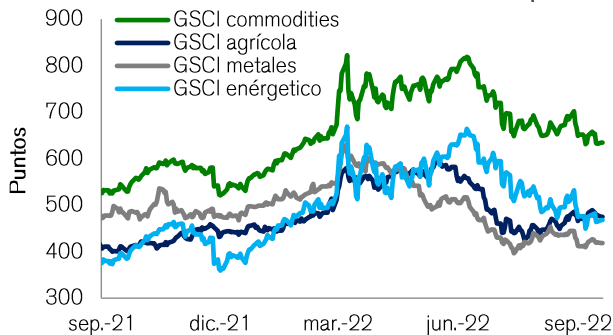
En este entorno de dólar fuerte y alta incertidumbre global, los flujos de dólares en inversión de portafolio hacia mercados emergentes permanecen débiles. La información disponible de septiembre da cuenta de algunas leves entradas netas de capitales hacia estos mercados, pero son flujos que resultan ser muy inferiores frente a lo observado en 2020-2021 (Gráfico 2).

En efecto, índices que funcionan como variables *proxy* del comportamiento de estos flujos hacia emergentes, como el índice EMFP de Bloomberg, se sitúa en niveles de 138.2 puntos que apenas superan el mínimo de 2 años de 137 puntos registrado en julio (Gráfico 2).

En línea con lo anterior, los precios de los *commodities* siguen retrocediendo, afectados por los crecientes temores de una recesión global en el futuro cercano y la consecuente menor demanda por insumos derivada de este probable escenario.



**Gráfico 3. Precios internacionales de materias primas**

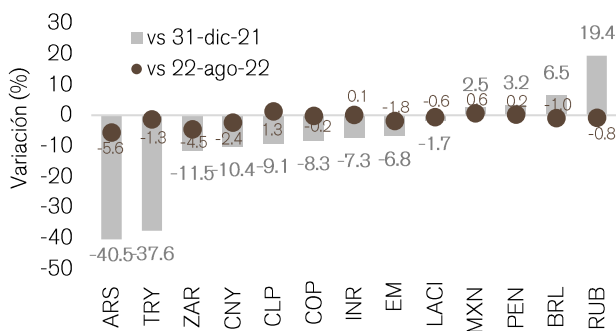


Fuente: Goldman Sachs. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En efecto, el índice agregado de materias primas de Goldman Sachs (GSCI) registra una desvalorización de 3.8% en lo corrido de septiembre. Los precios del segmento energético son los que más se han resentido en las últimas semanas, registrando una desvalorización de 5.9% (Gráfico 3).

Los precios del petróleo rompieron el soporte de los 90 dólares por barril (dpb) y en el caso del WTI cayeron hasta niveles 81 dpb en jornadas recientes. En la referencia Brent, los mínimos alcanzados fueron de 88 dpb.

**Gráfico 4. Desempeño año corrido monedas EM en 2022**



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

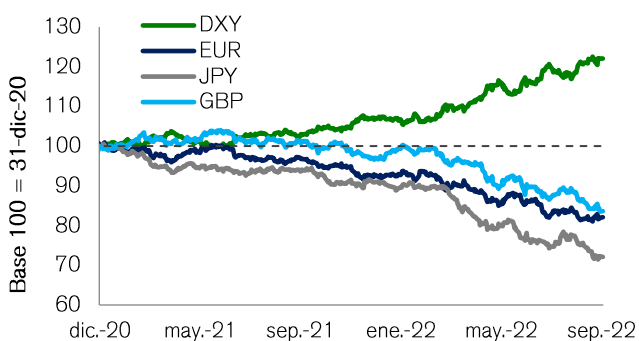
No obstante, según las más recientes estimaciones de la EIA de EEUU<sup>2</sup>, el promedio del Brent para 4T22 se espera en 98 dpb y para 2023 en 97 dpb, este último pronóstico superior a los 95 dpb del reporte anterior. Las disrupciones globales en la oferta de crudo, así como un crecimiento en la producción que ahora se prevé inferior al previsto antes, sustentan esta revisión al alza. La EIA sigue manifestando que dicho pronóstico está sujeto a un

ambiente de extrema incertidumbre y podría contener un sesgo bajista.

De esta forma, las monedas de mercados emergentes, según el índice agregado de MSCI (EM), registran una depreciación promedio de 1.8% frente al dólar cuando se compara con los niveles de cierre de nuestro último informe (22 de agosto de 2022).

El índice de monedas de LATAM (LACI) ha apuntado hacia la misma dirección, aunque en una magnitud inferior, con una caída de 0.6% durante el mismo periodo (Gráfico 4). Parte de este resultado responde a mejoras en los términos de intercambio de estas economías, pero también por los significativos incrementos en las tasas de referencia que han ejecutado los bancos centrales en la región.

**Gráfico 5. Evolución USD vs monedas fuertes 2021-2022**



Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

En lo corrido de 2022, las monedas más afectadas han sido las de Europa y Asia emergente, lideradas por la caída de 38% de la lira turca. El rublo ruso recuperó todo el terreno perdido desde febrero tras la invasión de Rusia a Ucrania y a la fecha registra una apreciación de 19.4% frente al dólar.

En LATAM, el movimiento año corrido del LACI ha sido negativo en 1.7%. La depreciación acumulada más grande la registran el peso argentino y el peso chileno, con depreciaciones del orden de 41% y 9%, respectivamente. El real brasileño, el sol peruano y el peso mexicano son las únicas monedas que acumulan apreciaciones frente al dólar en 2022 (Gráfico 4).

<sup>2</sup> Short Term Energy Outlook (STEO) – September 2022.



En el conjunto de monedas fuertes, el comparativo frente al dólar desde el pasado 22 de agosto da cuenta de una caída de la libra esterlina y el euro de 3.8% y 1.3%, respectivamente. Por su parte, el yen japonés registró un fuerte retroceso de 5.4% durante el mismo periodo de tiempo y sigue siendo la más depreciada frente al dólar en lo corrido del año (Gráfico 5). Esto último es consistente con una postura muy pasiva del Banco de Japón para atajar la inflación, siendo el único de los grandes faros monetarios del mundo que no ha aumentado las tasas de interés de referencia.

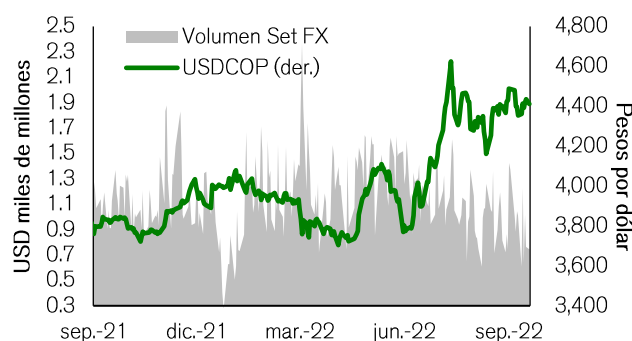


## Mercado local

En línea con el contexto internacional, la tasa de cambio local se ha depreciado en septiembre hacia niveles que promedian los 4420 pesos (Gráfico 6). Frente al promedio-mes de 4338 de agosto, lo anterior equivale a una depreciación de 1.9%, niveles que también se sitúan muy por encima del promedio año corrido de 4059 pesos.

El valor máximo registrado a frecuencia diaria desde nuestro último IMC (22 de agosto) fue de 4488 pesos, mientras que el mínimo fue de 4353 pesos.

Gráfico 6. Evolución reciente del dólar en el mercado local



Fuente: Set FX. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

El volumen diario de negociación en Set FX se ha mantenido bajo y en septiembre ha registrado un promedio de USD 977 millones, similar a los USD 956 millones de agosto. Más aún, este promedio septiembre representa una reducción de 12.9% frente al mismo mes de 2021.

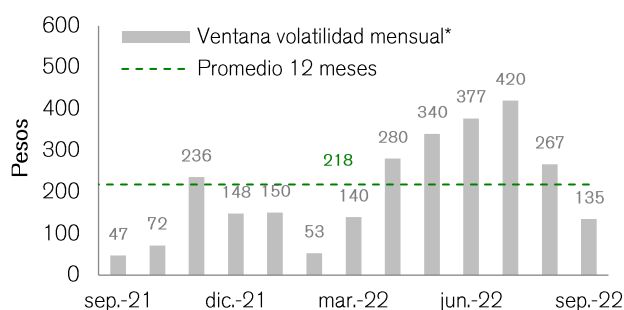
A pesar de lo anterior, la volatilidad de meses pasados ha comenzado a disiparse. En efecto, la ventana mensual de volatilidad en septiembre se sitúa alrededor de los 135 pesos, su nivel más bajo desde febrero de este año (Gráfico 7). Esta medición también se ubica por debajo del promedio de 218 pesos de los últimos 12 meses y de los 240 pesos mensuales del año corrido.

Consistente con lo anterior, la volatilidad de 20 días anualizada de la tasa de cambio en el mercado se redujo significativamente hasta niveles de 25.4%, los registros más bajos desde el pasado mes de mayo.

Bajo este contexto, la depreciación anual de la tasa de cambio entre agosto-septiembre alcanzó ritmos promedio

de 13.7%. Si bien esta dinámica de la depreciación anual se sitúa por debajo del nivel crítico de 20% que tiende a generar presiones inflacionarias, no deja de ser una preocupación para las perspectivas macroeconómicas de corto plazo. En términos del año corrido, la depreciación anual del tipo de cambio bordea el 10%.

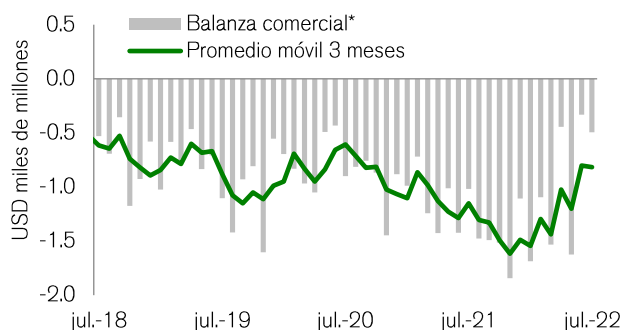
Gráfico 7. Ventanas mensuales de volatilidad USDCOP



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

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

Gráfico 8. Balance comercial de bienes en valor FOB



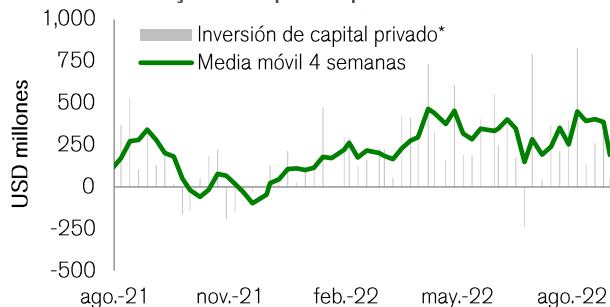
Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Las cifras disponibles de balanza comercial de bienes siguen evidenciando una corrección del desbalance externo de la economía, lo que significa un menor egreso neto de dólares y menores presiones sobre su cotización en el mercado local. Buena parte de este comportamiento



reciente obedece a unos altos precios de las exportaciones tradicionales del país, que han generado un incremento importante en los flujos de ingreso de dólares en 2022.

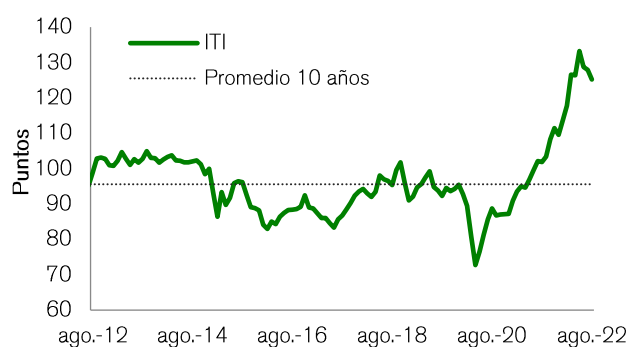
**Gráfico 9. Flujos de capitales privados hacia Colombia**



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

En efecto, el déficit comercial de julio fue de USD 494 millones, muy por debajo de las medidas de tendencia central de los últimos meses y también del promedio mensual de USD 1,030 millones de lo corrido de 2022 (Gráfico 8). Las cifras de exportaciones en valor FOB registraron un flujo de USD 5,914 millones, un máximo histórico desde que se tienen registros. Por su parte, el flujo de las importaciones fue de USD 6,409 millones, por encima del promedio año corrido de USD 5,966 millones.

**Gráfico 10. Términos de intercambio en últimos 10 años**



Fuente: DANE. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Las cifras de cuenta comercial en balanza cambiaria siguen siendo consistentes con lo anterior y al corte de agosto registran un superávit año corrido de USD 900 millones, superior a los USD 122 millones del mismo periodo de 2021. Asimismo, el superávit acumulado de la cuenta corriente asciende a USD 9,530 millones, en

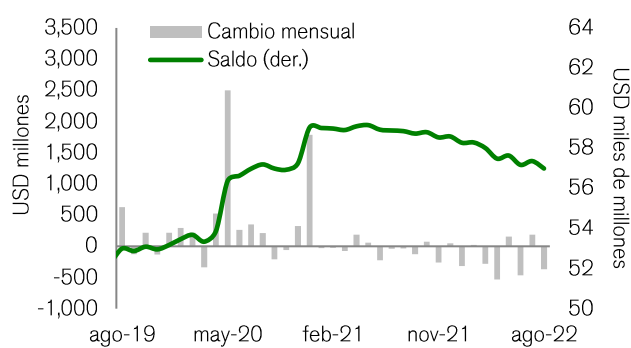
buena medida sustentado por los fuertes ingresos netos que se derivan del superávit de balanza de servicios y transferencias, el cual asciende a USD 8,630 millones.

Por su parte, los flujos de inversión extranjera privada en la cuenta de capitales de la balanza cambiaria se mantienen en números muy positivos, a pesar del adverso entorno internacional. En efecto, la entrada de inversión extranjera directa en agosto fue de USD 626 millones, mientras que el flujo de entrada en inversión de portafolio ascendió a USD 139 millones.

Lo anterior representa una entrada neta de capitales privados por USD 765 millones, los cuáles siguen apoyando adecuadamente las necesidades de financiamiento externo del país (Gráfico 9).

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

**Gráfico 11. Acervo de reservas internacionales brutas**



Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Bajo este contexto, las cifras consolidadas de reservas internacionales que administra BanRep mostraron en agosto una reducción de USD 367 millones, con lo cual el saldo se redujo hasta USD 56,990 millones (Gráfico 11). En lo corrido de 2022, el acervo de reservas internacionales acumula una reducción de USD 1,597 millones.

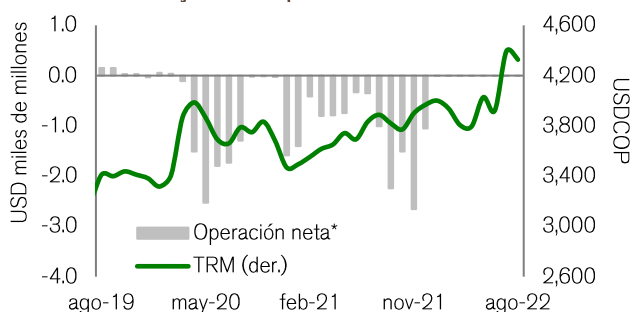
Como duración en meses de las importaciones, el ratio de cobertura con reservas internacionales se redujo hasta





8.3 meses al corte de julio, un nuevo mínimo no registrado desde octubre de 2014. Este cociente se sigue distanciando del promedio histórico de 10.5 meses que se tiene para este indicador.

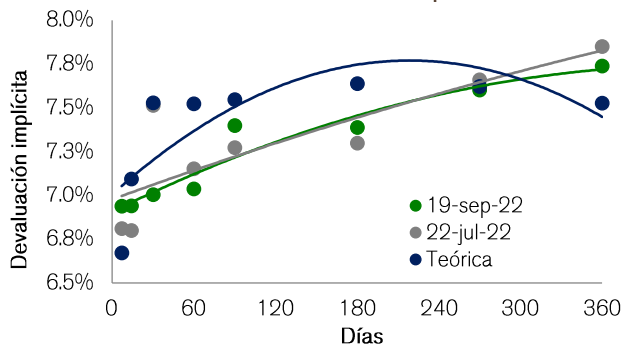
Gráfico 12. Flujo de compra-venta de dólares de la DTN



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

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

Gráfico 13. Curva de devaluaciones implícitas vs teórica



Fuente: Tradition. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Las monetizaciones de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN) volvieron a ser prácticamente nulas en agosto, muy en contraste con las históricas ventas netas de dólares observadas en 2021. En efecto, las ventas netas de la DTN en el último mes fueron de apenas USD 395 mil (Gráfico 12), con lo cual el acumulado de monetizaciones de 2022 asciende apenas a USD 46.8 millones frente a las ventas por USD 5,859 millones del mismo periodo de 2021.

Bajo este contexto, la curva de devaluaciones implícitas registró un leve desplazamiento a la baja de 4 pbs, en promedio, desde la fecha de nuestro último informe (Gráfico 13). Asimismo, frente a la curva de devaluaciones teórica, el diferencial del nivel de la curva es negativo en 14 pbs.

Buena parte de este movimiento se explica por reducciones del orden de 10 pbs en las devaluaciones a plazos estrictamente superiores a 30 días. En el tramo de muy corto plazo (7 a 14 días) el desplazamiento de la curva fue alcista en 13 pbs.

Los puntos *forward* para plazos inferiores a 180 días registraron un aumento de 2.4 puntos, mientras que los de plazos entre 180 y 360 días aumentaron 17.5 puntos. Esto revela una demanda de dólares a plazo que se viene fortaleciendo como consecuencia de las mayores expectativas de aumentos en los tipos de interés externos en lo que resta de 2022 y la primera parte de 2023.

Gráfico 14. Caja de los IMC vs devaluaciones implícitas



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

De esta forma, la caja en dólares de los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) se redujo levemente entre julio y agosto, aunque no está dando señales de problemas de liquidez en el mercado cambiario.

En efecto, los datos diarios de la Posición Propia de Contado (PPC) de los IMC en agosto mostraron niveles de USD 2,183 millones, por debajo de los USD 2,413 millones de julio. Los valores de las devaluaciones implícitas de corto plazo en septiembre tampoco dan señales de iliquidez en el mercado (Gráfico 14).



## Aspectos técnicos

Midiendo la correlación estadística de la tasa de cambio con sus principales determinantes externos de corto plazo (sin petróleo), se encuentra que el mayor grado de asociación lineal lo tuvo en el último mes con el índice BBDXY, en una magnitud del 67%, superior frente al mes previo donde el grado de correlación era del 46%.

La correlación con los precios del petróleo, que históricamente han sido uno de los principales determinantes de corto plazo del peso-dólar, mostró el signo esperado (negativo). Su intensidad se incrementó hasta 34% en septiembre en valor absoluto, desde los niveles de 7% de agosto.

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

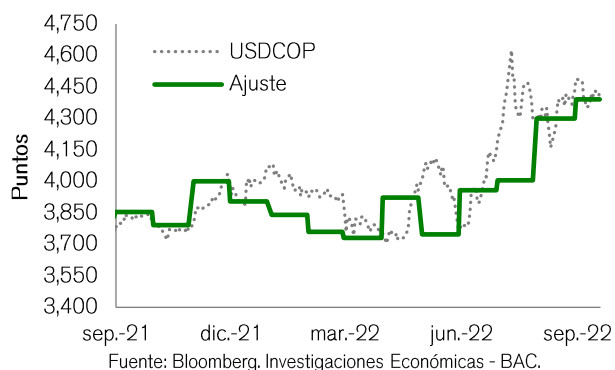


Frente al índice MSCI de monedas de mercados emergentes (EM), la correlación descendió hasta un 2%. A su vez, con el índice de monedas de LATAM (LACI), la correlación estadística se ubica actualmente cerca de un 44%, indicando un grado de riesgo-contagio con otras monedas de la región relativamente medio-bajo. Lo anterior es coherente con las medidas de correlación cruzada entre monedas LATAM, las cuales sugieren valores de riesgo-contagio que superan los promedios históricos en la región (Gráfico 15).

Nuestros modelos de valor justo de la tasa de cambio sugieren niveles de 4,390 pesos (Gráfico 16). Frente a los niveles que se cotiza actualmente el dólar en el mercado local, esta estimación da cuenta de una leve sobre compra que permite dar una recomendación de venta sobre posiciones en el corto plazo.

Basados en los criterios de bondad de ajuste y elasticidad, en los últimos 3 meses los principales determinantes de la tasa de cambio han sido el índice DXY y el sol peruano. (ver gráficos en la parte inferior de este informe).

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



Por su parte, nuestros mejores modelos estructurales (tomando como criterio el menor error de pronóstico en cada uno de ellos) estiman una tasa de cambio de equilibrio cercana a los 3,740 pesos, unos 688 pesos por debajo de los niveles actuales.



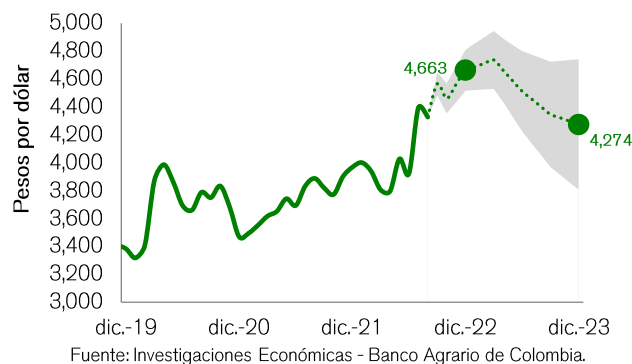


## Expectativas de corto plazo

Teniendo en cuenta los fuertes vientos en contra provenientes del frente externo, así como el creciente clima de incertidumbre a nivel local, esperamos que la cotización del dólar se mantenga presionada al alza en el mercado.

No descartamos que niveles de 4700 pesos puedan tocarse nuevamente antes de finalizar el año. En particular, el tono más restrictivo que se espera de la reunión de septiembre de la Fed será el principal determinante de este movimiento en el futuro cercano (ver “Del mundo plano al mundo invertido” en [IMDP – Septiembre 20 de 2022](#)).

Gráfico 17. Trayectoria estimada del USDCOP 2022-2023

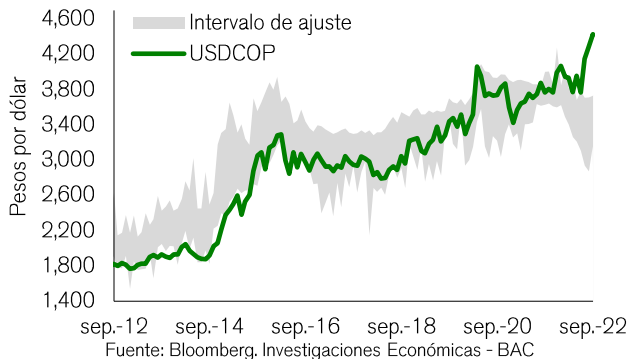


De esta forma, revisamos al alza nuestra proyección de cierre para 2022 y ahora esperamos niveles alrededor de 4650 pesos (Gráfico 17).

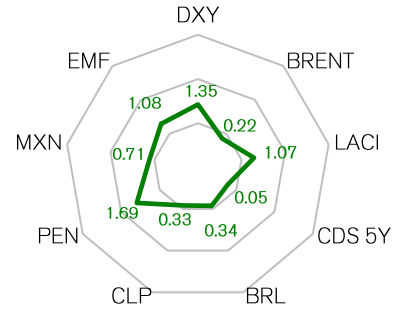
Para 2023 también revisamos nuestros pronósticos y ahora esperamos una tasa de cambio promedio-año de 4500 pesos.



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

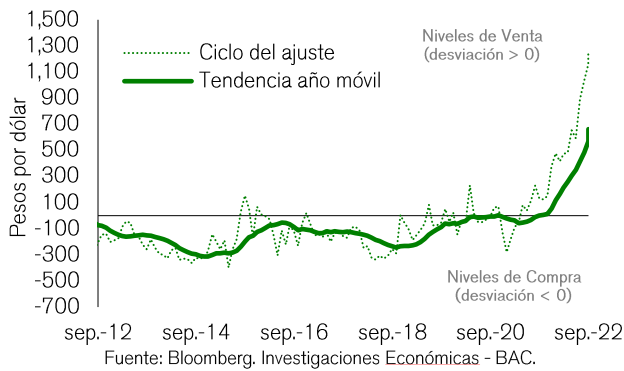


### Elasticidades USDCOP con determinantes corto plazo\*

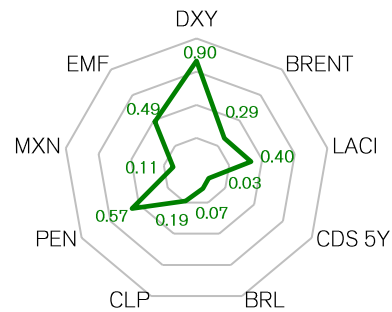


Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Estimaciones con modelos logarítmicos-lineales de regresión simple.

### Ajuste cíclico del USDCOP a sus niveles estructurales

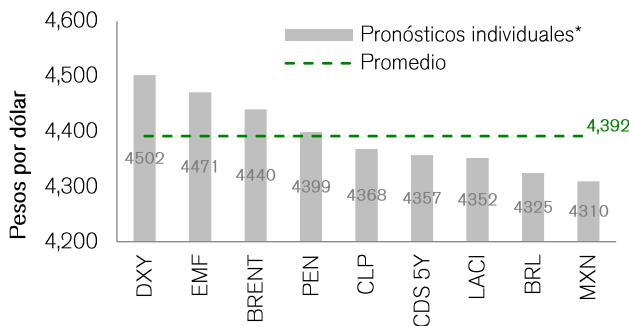


### Medidas individuales de bondad del ajuste\*



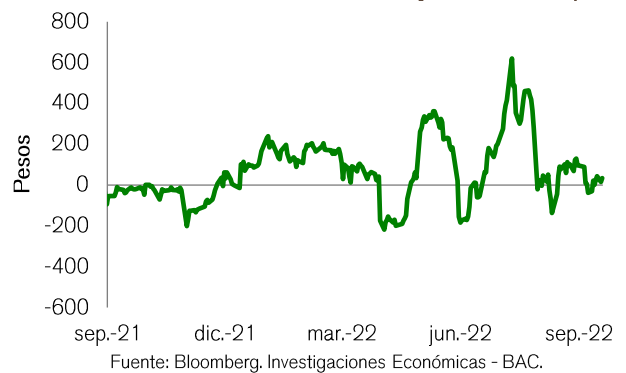
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Regresiones simples con ventanas muestrales de 120 días.

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



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

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





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

	COP	BRENT	CDS 5Y	BBDXY	LACI	MXN	BRL	CLP	PEN	EM FX	EM VOL	COLCAP
COP	1.00	-0.34	0.41	0.67	-0.44	0.57	0.58	0.25	0.47	-0.02	0.11	-0.08
BRENT	-0.34	1.00	-0.16	-0.31	0.29	-0.37	-0.73	-0.07	-0.30	0.10	0.03	0.49
CDS 5Y	0.41	-0.16	1.00	0.59	0.04	0.51	0.30	0.29	0.51	-0.15	0.32	-0.26
BBDXY	0.67	-0.31	0.59	1.00	-0.53	0.77	0.61	0.35	0.62	-0.32	0.45	-0.26
LACI	-0.44	0.29	0.04	-0.53	1.00	-0.65	-0.58	-0.38	-0.18	0.01	-0.31	0.20
MXN	0.57	-0.37	0.51	0.77	-0.65	1.00	0.73	0.45	0.33	-0.02	0.35	-0.19
BRL	0.58	-0.73	0.30	0.61	-0.58	0.73	1.00	0.37	0.48	-0.22	0.34	-0.52
CLP	0.25	-0.07	0.29	0.35	-0.38	0.45	0.37	1.00	0.62	0.07	0.31	-0.12
PEN	0.47	-0.30	0.51	0.62	-0.18	0.33	0.48	0.62	1.00	-0.13	0.23	-0.32
EM FX	-0.02	0.10	-0.15	-0.32	0.01	-0.02	-0.22	0.07	-0.13	1.00	-0.63	0.33
EM VOL	0.11	0.03	0.32	0.45	-0.31	0.35	0.34	0.31	0.23	-0.63	1.00	-0.07
COLCAP	-0.08	0.49	-0.26	-0.26	0.20	-0.19	-0.52	-0.12	-0.32	0.33	-0.07	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: 20 de septiembre de 2022.



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

---

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

---