



Análisis especial – La tasa de cambio de equilibrio

Principales puntos:

- En lo corrido de julio la tasa de cambio –USDCOP- se ha visto sometida a un contexto de volatilidad elevado. La TRM marcó nuevos máximos históricos consecutivos entre el 4 y el 13 julio pasados.
- A nivel internacional, el 2022 ha sido un año caracterizado por la prevalencia de una gran de turbulencia. Esto ha llevado a la consolidación de la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, en medio de una tendencia de reducción continua en la liquidez disponible.
- A nivel regional, la incertidumbre política se ha consolidado como un factor que ha incrementado la percepción de riesgo.
- El peso colombiano es la moneda más sensible de América Latina a la fortaleza del dólar y a la percepción de riesgo regional. Así pues, esto ayuda a entender parte de la dinámica reciente.
- Entre tanto, factores idiosincráticos como la vulnerabilidad externa (el alto déficit de cuenta corriente) explicaría otra gran parte de lo visto en las semanas previas para Colombia y Chile.
- Este contexto implica que el COP continuará operando en un canal de amplia volatilidad. Ahora bien, nuestros ejercicios de valor de equilibrio frente a los fundamentales apuntan a que el USDCOP debería tender al rango entre \$4.120 y \$4.170 en el corto plazo.
- Dada la perspectiva local e internacional, consideramos que estos resultados reafirman nuestra proyección de una tasa de cambio entre \$4.200 y \$4.300 durante la mayor parte de 2022 y 2023.

Martes 19 de julio del 2022

Dirección de Investigaciones Económicas, Sectoriales y de Mercados

Juan Pablo Espinosa Arango
Director
juespino@bancolombia.com.co

Arturo Yesid González Peña
Gerente Cuantitativo y Analítica
arygonza@bancolombia.com.co

Santiago Espitia Pinzón
Especialista Macroeconómico
sespitia@bancolombia.com.co

Jorge Eliécer Montoya Gallo
Analista IFRS9 y de USDCOP
jomontoy@bancolombia.com.co

El endurecimiento de las condiciones financieras a nivel global ha sido clave en el comportamiento del USDCOP

En lo corrido de julio la tasa de cambio –USDCOP– se ha visto sometida a un contexto de volatilidad particularmente elevado. Esto llevó a que la Tasa Representativa del Mercado (TRM) marcara nuevos máximos históricos consecutivamente desde el 4 de julio, superando así la referencia de \$4.154 registrada el 20 de marzo de 2020 y dejando un nuevo máximo de \$4.627 el pasado 13 de julio. Este movimiento prendió muchas alarmas por el impacto financiero que representa para muchas empresas y hogares, llevando a una situación macroeconómica más desafiante, sobre todo en la medida que se puede sumar como un factor de presión adicional sobre los precios en medio del contexto inflacionario más retador para el país en lo que va del presente siglo.

Ahora bien, es valioso resaltar que, además de lo que ya se ha hecho evidente con la corrección de los últimos días, la situación macroeconómica del país no es coherente con esos registros tan elevados de tasa de cambio. Una situación como la vivida entre el 4 y el 13 de julio, si bien no es descartable que se pueda repetir ante ciertas circunstancias en el corto plazo, fue resultado de la combinación de un contexto internacional particularmente turbulento con la incertidumbre que prevalece respecto al futuro manejo de la política económica que hará el gobierno electo en Colombia durante los próximos años.

A nivel internacional, el 2022 ha sido un año caracterizado por la prevalencia de fuentes de turbulencia. La combinación del nerviosismo que ocasionó el inicio del conflicto bélico en Europa del Este con el consecuente incremento de los precios de las materias primas, la afectación del crecimiento económico de China por la

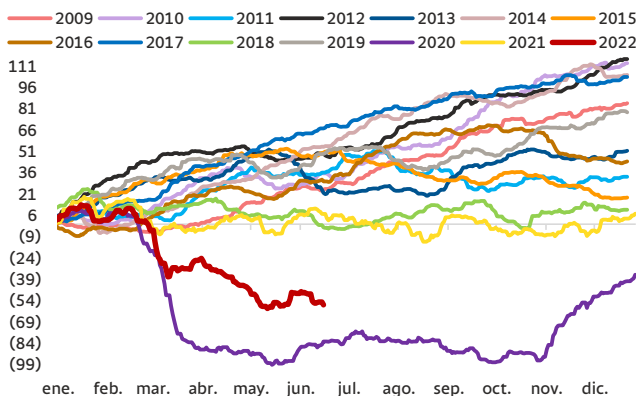
persistencia de la política *cero-covid* y un contexto inflacionario que ha detonado en una reacción agresiva por parte de la mayoría de bancos centrales del mundo han llevado a que crezca la perspectiva de que la economía internacional, en particular la de Estados Unidos, podría enfrentar una situación de recesión en lo que queda de 2022 o durante 2023.

Este conjunto de choques ha conducido a la consolidación de un sentimiento de aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, en medio de una tendencia de reducción continua en la liquidez disponible. La consecuencia natural ha sido que, como lo ilustra la gráfica 1, el 2022 se ha caracterizado por ser un año desafiante en términos de los flujos financieros hacia las economías emergentes, solo superado con lo sucedido en 2020.

Además, esta tendencia de aversión al riesgo se exacerbó desde los primeros días de junio y se intensificó con el ajuste realizado por la Reserva Federal, cuando entidad tomó la decisión del mayor incremento de tasa de interés desde 1994 ([ver más detalle aquí](#)). La fuerte reducción derivada de la liquidez en dólares en los mercados financieros internacionales detonó un acentuado fortalecimiento del dólar, que llevó al DXY a alcanzar el 14 de julio un máximo de poco más de 2 décadas e incluso a que el EURUSD se negociara por debajo de la paridad por primera vez en este mismo periodo. Entre el 1 de junio y el 14 de julio, el DXY presentó un fortalecimiento de 5,9%, que se sumó al avance de 6,8% que ya había presentado en el año corrido hasta ese 1 de junio.

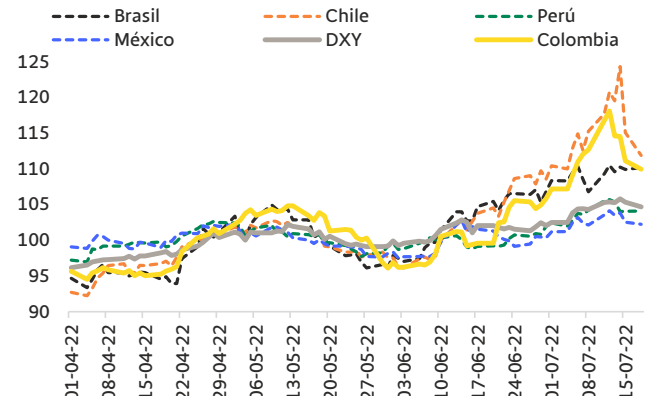
Como es previsible, esta situación global no fue ajena a las monedas de economías emergentes y ha sido fundamental

Gráfica 1. Flujos externos netos a países en desarrollo (USD miles de millones, acumulado anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, IIF.

Gráfica 2. Monedas de las principales economías de América Latina frente al DXY (base promedio 2T22=100)



Fuente: Grupo Bancolombia, Eikon Reuters.

La vulnerabilidad externa, el déficit fiscal y la percepción de riesgo exponen al USDCOP a una alta volatilidad

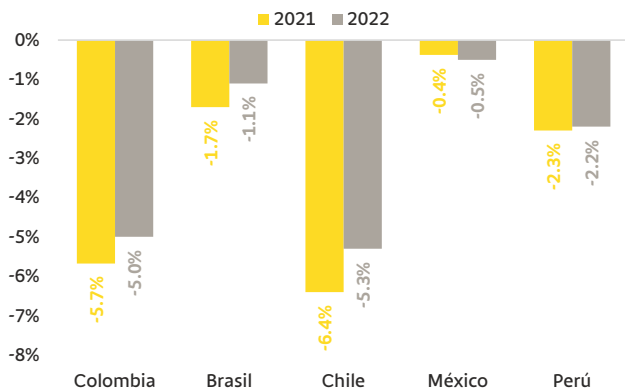
en el comportamiento evidenciado por el USDCOP. Sin embargo, la gráfica 2 permite ver que la subida que tuvo la tasa de cambio de Colombia fue mucho más acentuada que la que enfrentaron otras grandes economías de América Latina, solo comparable con lo visto en Chile.

Es destacable que, en la región como un todo, la incertidumbre política se ha consolidado como un factor que ha incrementado la percepción de riesgo en los últimos años. De materializarse el regreso de Lula a la presidencia de Brasil en las elecciones de octubre próximo como lo vienen anticipando las encuestas, todas las grandes economías de la región estarían siendo dirigidas en el corto plazo por administraciones con una propuesta económica menos ortodoxa. Así pues, el factor de incertidumbre política no es exclusivo de Colombia y solo explicaría una parte del mayor debilitamiento que sufrió el COP en las últimas semanas en comparación con monedas como las de México, Perú o Brasil.

Así pues, consideramos que la vulnerabilidad externa es el factor que ha llevado a que en la tasa de cambio de Colombia exhiba una transmisión desproporcionalmente elevada de la situación financiera internacional. Esto se haría evidente en que, como lo ilustra la gráfica 3, Chile y Colombia son, entre las principales economías de América Latina, las que tuvieron el mayor déficit de cuenta corriente en 2021 y que persistiría en el 2022.

Esta característica hace más sensibles a estos países por su dependencia de los flujos financieros para mantener un relativo equilibrio en el comportamiento de sus mercados cambiarios y que, cuando estos se ven perturbados, sus monedas sean las que reaccionan en mayor medida.

Gráfica 3. Déficit de cuenta corriente observado y previsto de las principales economías de América Latina (% del PIB)



Fuente: Grupo Bancolombia, FocusEconomics.

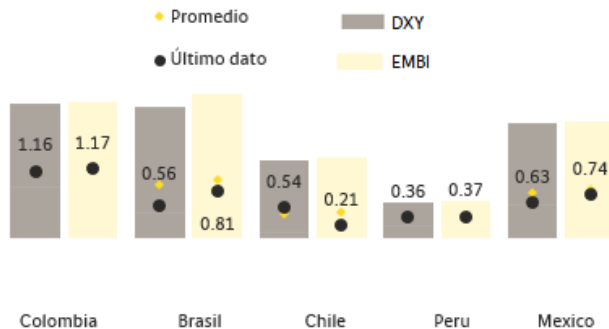
Para el caso de Colombia, esta hipótesis la valida el resultado del análisis de sensibilidad de las monedas de América Latina frente al DXY. Como se puede ver en la gráfica 4, el peso colombiano es, entre todas, la moneda que más se ve afectada en los periodos en que el dólar se fortalece, capturado a través de la elasticidad frente al DXY, o ante eventos que detonen un deterioro de la percepción de riesgo frente a la región, medido a través de la elasticidad contra el EMBI. En este caso, se puede ver que el rango de variación de la elasticidad es muy similar en ambos casos para Brasil y Colombia, los dos países con la posición fiscal más frágil entre la muestra, pero el promedio es notablemente superior para nuestro país.

Ahora bien, dada la confluencia de factores adversos y la alta vulnerabilidad de nuestro país, se realizó una descomposición para ilustrar y cuantificar los elementos coyunturales que han venido afectando el comportamiento del tipo de cambio. Con esto, se planteó un modelo de descomposición histórica con las variables de mercados financieros más influyentes en la dinámica del USDCOP, según nuestras estimaciones.

Los hallazgos revelan que la tasa de cambio ha fungido como un estabilizador macroeconómico y ha absorbido choques externos. En particular, en el pasado más reciente ha sido importante el aumento de la percepción de riesgo por país y el endurecimiento de las condiciones financieras por parte de los principales bancos centrales.

Como lo señala la gráfica 5, desde la tercera semana de junio hasta el momento, la percepción de riesgo (EMBI) y el índice de condiciones financieras globales (FCON) han contribuido con cerca del 53% de la dinámica reciente de la

Gráfica 4. Sensibilidad de las principales monedas de América Latina a la fortaleza del dólar y al riesgo regional



Fuente: Grupo Bancolombia, Eikon Reuters.

Más allá de la alta volatilidad, ¿cuál sería el valor en torno al cuál gravitaría el USDCOP en el corto plazo?

tasa de cambio. Esto es consecuente con el endurecimiento de las condiciones financieras por parte de los principales bancos centrales tanto a nivel local como internacional, además de la incertidumbre sobre el manejo futuro de la política económica de nuestro país. Estos elementos, junto a un ligero incremento de la aporte por el fortalecimiento del dólar (DXY), habrían sido las claves detrás de la tendencia reciente.

Entre tanto, es de destacar que el ejercicio arroja una baja incidencia del precio del petróleo sobre la tasa de cambio en la actual coyuntura. Esta menor incidencia de nuestro principal producto de exportación se explicaría porque el efecto neto de la situación positiva de los precios del petróleo en los términos de intercambio no ha sido tan relevante como en otros ciclos positivos del pasado de las materias primas, gracias a la combinación de una menor producción interna de petróleo con una mayor importación de bienes.

Así pues, la vulnerabilidad externa y fiscal de Colombia, en un contexto de incertidumbre local y condiciones financieras menos holgadas son la causa de la gran volatilidad a la que se vio sometida la moneda en las semanas previas. Ahora bien, más allá de esta premisa de que es previsible que el USDCOP continúe operando en adelante en un canal amplio a raíz de esta volatilidad, también es valioso entender cuál sería el nivel de equilibrio en torno al que gravitaría.

Para vislumbrar este interrogante, desarrollamos un ejercicio de cálculo del valor de equilibrio de la tasa de cambio coherente con los fundamentales macroeconómicos

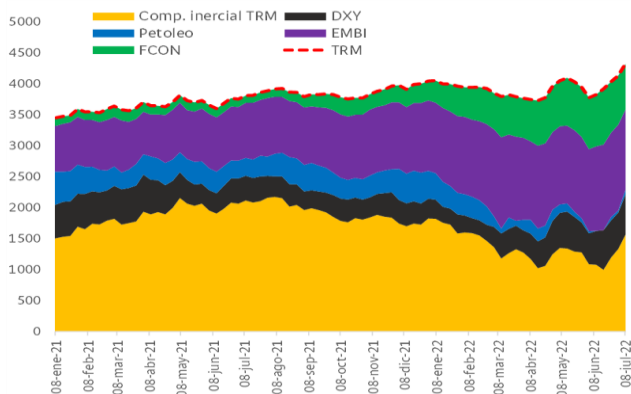
de Colombia. En el ejercicio estadístico incorporamos el comportamiento esperado en los próximos trimestres de factores como: (1) las condiciones financieras prevalentes, (2) el déficit externo, (3) los precios previstos del petróleo, (4) el déficit fiscal, (5) el nivel de deuda pública y (6) la posición neta de inversión internacional de Colombia. La gráfica 5 ilustra el resultado obtenido.

En el corto plazo (2S22 y 2023) los modelos arrojan que una tasa de cambio coherente con los fundamentales macroeconómicos locales y con un nivel de percepción de riesgo cercano al promedio de las últimas semanas sería entre \$4.120 y \$4.170. Desde este punto de vista, registros de tasa de cambio superiores o inferiores a estos niveles serían resultado de factores coyunturales, como el estrés que han vivido los mercados financieros recientemente, y deberían ser preeminentemente transitorios.

Ahora bien, es clave destacar que el contexto internacional de los trimestres venideros se podría caracterizar por una perturbación relativamente sostenida. Esto vendrá determinado por la normalización de la política monetaria a nivel internacional y un dólar que se mantendrá relativamente fuerte, por lo que es razonable un escenario en que el USDCOP se mantenga por encima de estos niveles acorde a los factores fundamentales locales.

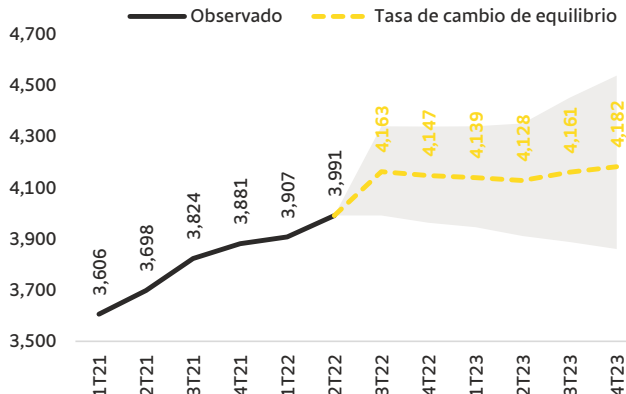
Así pues, con esto reafirmamos la visión que capturamos en el escenario de proyección de nuestra actualización de proyecciones más reciente (gráfico 9 en el anexo; [ver más detalle aquí](#)), en el que esperamos una tasa de cambio entre \$4.200 y \$4.300 durante la mayor parte de lo que queda de 2022 y 2023.

Gráfica 5. Desagregación de la tasa de cambio en los principales componentes que explican su nivel



Fuente: Grupo Bancolombia, Eikon Reuters.

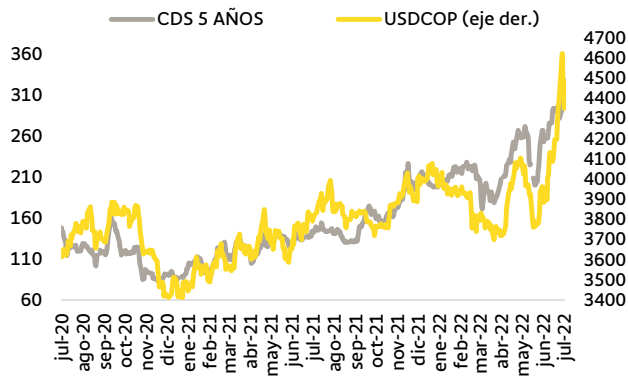
Gráfica 6. Estimación de tasa de cambio de equilibrio dado el contexto macroeconómico del país



Fuente: Grupo Bancolombia, Banco de la República.

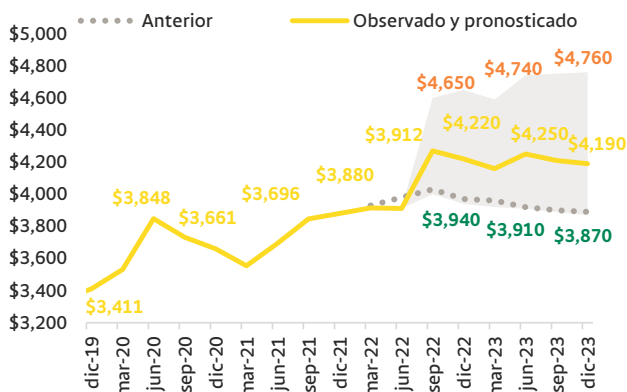
Anexos

Gráfica 7. Prima de riesgo país (CDS a 5 años) y tasa de cambio USDCOP



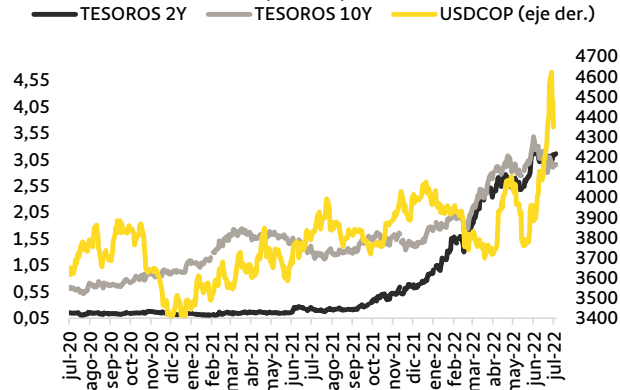
Fuente: Grupo Bancolombia, Set-Fx.

Gráfica 9. Escenario de proyección de la tasa de cambio USDCOP (pesos por dólar, promedio trimestral)



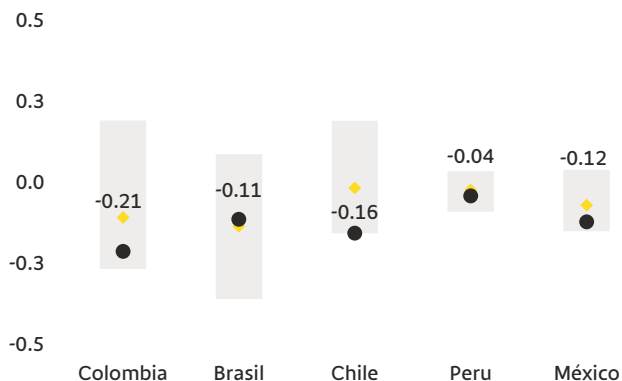
Fuente: Grupo Bancolombia, Superfin., Set-Fx, Eikon Reuters.

Gráfica 8. Tesoros con vencimiento a 2 y 10 años y tasa de cambio USDCOP (% anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, Thomson Reuters.

Gráfica 10. Sensibilidad de las monedas de la región ante aumento en los precios del petróleo



Fuente: Grupo Bancolombia, Eikon Reuters.



Dirección de Investigaciones Económicas, Sectoriales y de Mercado

Juan Pablo Espinosa Arango
Director
juespino@bancolombia.com.co

Investigaciones Económicas

Arturo Yesid González Peña
Gerente Cuantitativo y de Analítica
arygonza@bancolombia.com.co

Santiago Espitia Pinzón
Especialista Macroeconómico
sespitia@bancolombia.com.co

Deiby Alejandro Rojas Cano
Analista Mercados y Banca Central
deirojas@bancolombia.com.co

Jorge Eliécer Montoya Gallo
Analista IFRS 9
jomontoy@bancolombia.com.co

Sebastián Ospina Cuartas
Analista Cuantitativo
sos pina@bancolombia.com.co

Natalia Sánchez Pérez
Estudiante en Práctica
natasanc@bancolombia.com.co

Julián Roza Méndez
Estudiante en Práctica
jurozo@bancolombia.com.co

Investigaciones Sectoriales

Jhon Fredy Escobar Posada
Gerente Sectorial Agroindustria
jhescoba@bancolombia.com.co

Nicolás Pineda Bernal
Gerente Sectorial Comercio
nipineda@bancolombia.com.co

Mateo Andrés Rivera Arbeláez
Analista Sectorial Comercio
marivera@bancolombia.com.co

Andrés Felipe Sarmiento Fernández
Analista Sectorial Agroindustria
ansarmie@bancolombia.com.co

Javier David Villegas Restrepo
Analista Sectorial Inmobiliario y Hotelería
javilleg@bancolombia.com.co

Maria José Bustamante Grajales
Analista Sectorial Comercio
mabustam@bancolombia.com.co

Santiago Gómez Monsalve
Auxiliar Administrativo
sgmonsa@bancolombia.com.co

Nohemí Samara Gaviria Meléndez
Estudiante en Práctica
nogaviri@bancolombia.com.co

Luisa Fernanda Cano Hernández
Estudiante en Práctica
luisacan@bancolombia.com.co

Investigaciones de Mercado

Diego Alexander Buitrago Aguilar
Analista Energía
diebuit@bancolombia.com.co

Juan Camilo Dauder Sánchez
Analista Sector Construcción
jdauder@bancolombia.com.co

Andrea Atuesta Meza
Analista Sector Financiero
aatuesta@bancolombia.com.co

Ricardo Andrés Sandoval Carrera
Analista Petróleo y Gas
rsandova@bancolombia.com.co

Laura Natalia Capacho Camacho
Analista Junior Sectorial
lcapacho@bancolombia.com.co

Juan Esteban Echeverri Agudelo
Comunicaciones
jueagude@bancolombia.com.co

Andrés Camilo Chacón Briceño
Estudiante en Práctica
Anchacon@bancolombia.com.co

Edición

Alejandro Quiceno Rendón
Editor de Investigaciones
aqrendo@Bancolombia.com.co

Condiciones de Uso: Este informe ha sido preparado por la Dirección de Investigaciones Económicas, Sectoriales y de Mercado, un área de investigación y análisis del Grupo Bancolombia. No debe ser distribuido, copiado, vendido o alterado sin la autorización expresa del Grupo Bancolombia, ni debe ser utilizado para cualquier fin distinto a servir como material informativo, el cual no constituye una oferta, asesoría financiera o económica, recomendación personalizada o sugerencia del Grupo Bancolombia para la toma de decisiones de inversión o la realización de cualquier tipo de transacciones o negocios en el mercado público de valores o cualquier otro. El uso de la información suministrada es de exclusiva responsabilidad de su receptor, por lo que será responsabilidad de cada usuario el análisis que desarrolle y las decisiones que se tomen con base en la información que en este documento se relaciona. Antes de tomar una decisión de inversión, usted deberá evaluar múltiples factores tales como los riesgos propios de cada instrumento, su perfil de riesgo, sus necesidades de liquidez, entre otros. El presente informe o documento es tan sólo uno de muchos elementos que usted debe tener en cuenta para la toma de sus decisiones de inversión. Para ampliar el contenido de esta información, le solicitamos comunicarse con su gerente comercial. Le recomendamos no tomar ninguna decisión de inversión hasta no tener total claridad sobre todos los elementos involucrados en una decisión de este tipo. Los valores, tasas de interés y demás datos que allí se encuentren, son puramente informativos y no constituyen una oferta, ni una demanda en firme, para la realización de transacciones. Así mismo, de acuerdo con la regulación aplicable, nuestras opiniones o recomendaciones no constituyen un compromiso o garantía de rentabilidad para el inversionista.

La información y opiniones del presente informe constituyen un análisis a la fecha de publicación y están sujetas a cambio sin previo aviso. Por ende, la información puede no estar actualizada o no ser exacta. Las proyecciones futuras, estimados y previsiones, están sujetas a varios riesgos e incertidumbres que nos impiden asegurar que las mismas resultarán correctas o exactas, o que la información, interpretaciones y conocimientos en los que se basan resultarán válidos. En ese sentido, los resultados reales pueden diferir sustancialmente de las proyecciones futuras acá contenidas. Debe tener en cuenta que la inversión en valores o cualquier activo financiero implica riesgos. Los resultados pasados no garantizan rendimientos futuros. Las entidades que hacen parte del Grupo Bancolombia pueden haber adquirido y mantener en el momento de la preparación, entrega o publicación de este informe, para su posición propia o la de sus clientes, los valores o activos financieros a los que hace referencia el reporte. El Grupo Bancolombia cuenta con políticas de riesgo para evitar situaciones de concentración en sus posiciones y las de sus clientes, las cuales contribuyen a la prevención de conflictos de interés. En relación con tales conflictos de interés, declaramos que (i) Valores Bancolombia S.A. Comisionista de Bolsa y/o Banca de Inversión Bancolombia S.A. Corporación Financiera han participado en la estructuración y/o colocación de valores de renta variable para Bancolombia S.A. (ii) el Grupo Bancolombia es beneficiario real del 10% o más del capital accionario emitido por Valores Simesa S.A., y Protección S.A. (iii) Bancolombia es uno de los principales inversionistas del Fondo Inmobiliario Colombia – FIC. (iv) Valores Bancolombia S.A. Comisionista de Bolsa es filial de Bancolombia S.A. No obstante lo anterior, este informe ha sido preparado por nuestra área de Análisis Bancolombia con base en estrictas políticas internas que nos exigen objetividad y neutralidad en su elaboración, así como independencia frente a las actividades de intermediación de valores y de banca de inversión. La información contenida en este reporte no se fundamenta, incluye o ha sido estructurada con base en información privilegiada o confidencial. Cualquier opinión o proyección contenida en este documento es exclusivamente atribuible a su autor y ha sido preparada independiente y autónomamente a la luz de la información que hemos tenido disponible en el momento. El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.39.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen.

Escala de Recomendaciones: La recomendación de inversión sobre los emisores bajo cobertura por parte de Análisis Bancolombia, se rigen por la siguiente Escala de Recomendaciones que está sujeta a los criterios desarrollados a continuación:

El potencial de valorización es la diferencia porcentual que existe entre el precio objetivo de los títulos emitidos por un determinado emisor y su precio de mercado. El precio objetivo no es un pronóstico del precio de una acción, sino una valoración fundamental independiente realizada por el área de Análisis Bancolombia, que busca reflejar el precio justo que debería pagar el mercado por las acciones en una fecha determinada.

A partir de un análisis de potencial de valorización relativo entre los títulos de las compañías bajo cobertura y el índice COLCAP, se determinan las recomendaciones de los activos, así:

- Sobreponderar:** se da cuando el potencial de valorización de una acción supera por 5% o más el potencial de retorno del índice COLCAP.
- Neutral:** se da cuando el potencial de valorización de una acción no difiere en más de 5% del potencial de retorno del índice COLCAP.
- Subponderar:** se da cuando el potencial de valorización de una acción se encuentra 5% o más por debajo del potencial de retorno del índice COLCAP.
- Bajo Revisión:** la cobertura de la compañía se encuentra bajo revisión y por lo tanto no tiene recomendación ni precio objetivo.

Adicionalmente, a criterio del analista, se continuará utilizando el calificativo “Especulativo” que complementa la recomendación, teniendo en cuenta los riesgos que se vean en el desempeño del activo, su desarrollo futuro y la volatilidad que pueda presentar el movimiento de la acción.

El potencial fundamental del índice se determina con base en la metodología establecida por la BVC para el cálculo del índice COLCAP, considerando los precios objetivo publicados por Análisis Bancolombia. Esto se realizará con la canasta vigente del COLCAP en las fechas de cálculo mayo y noviembre de cada año. Para las compañías que hacen parte del índice, y que no se tienen bajo cobertura, se tomará el consenso de los analistas del mercado.

Actualmente, el área de Análisis Bancolombia tiene 18 compañías bajo cobertura, distribuidas de la siguiente manera:

	Sobreponderar	Neutral	Subponderar	Restringido
Número de emisores con recomendación de:	9	2	5	2
Porcentaje de emisores con recomendación de:	50%	11%	28%	11%