

Informe del Mercado Cambiario

Marzo 2019



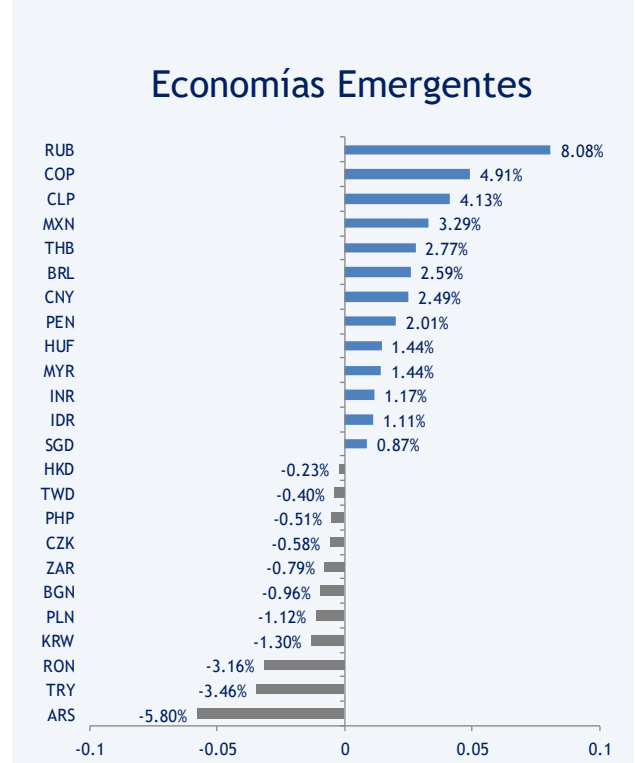
Lo esencial

Durante lo corrido del mes de Marzo, los mercados de monedas experimentaron un nuevo episodio de la “guerra de monedas” en la que las economías “desarrolladas” están inmersas con particular intensidad desde el año 2008.

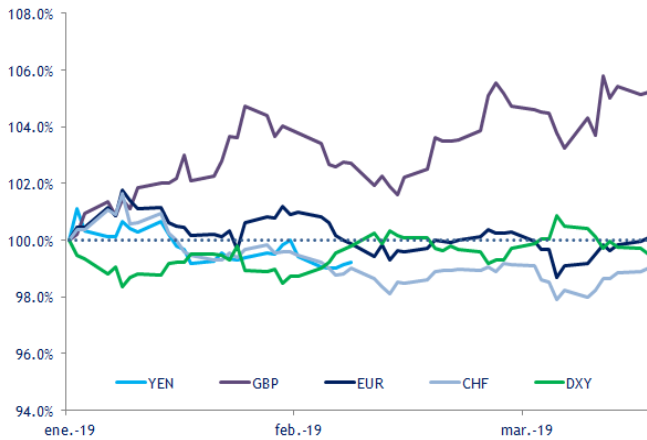
Una vez más “la trampa del QE” hace que sin la menor muestra de bochorno los bancos centrales más influyentes del mundo, operen un giro de 180 grados frente a lo expresado al cierre del año anterior.

- Tanto en los mercados cambiarios del G10 como en los de economías emergentes, se observa una comportamiento dividido de las respectivas monedas frente al dólar.
- Contrario a lo observado en 2014, la coyuntura no permite afirmar que la reciente fortaleza del dólar (medida vía el índice DXY), sea una generalidad de los mercados globales.
- Si bien en los primeros días del mes, los anuncios del BCE precipitaron un retroceso en la cotización del euro (fortalecimiento relativo del dólar), a la fecha y en vísperas de un anuncio acomodaticio por parte la FED, mantiene vigente la presión para un debilitamiento adicional del dólar frente a su pares.
- En los mercados emergentes se replica la separación en materia de valoración relativa de las monedas frente al dólar.
- Las economías que en 2018 experimentaron fuertes devaluaciones asociadas a vulnerabilidad externa (elevada necesidad de fondeo externo), repiten en este año como las que reportan las mayores devaluaciones.
- En el otro extremo, en ausencia de movimientos que eleven el diferencial de tasas de interés frente a los referentes globales, las monedas que más se fortalecen en lo corrido de 2019 en el mundo emergente, son aquellas que se benefician del avance observado en el año en el precio de las materias primas.

Dólar en el Mundo 2019



Desempeño del DXY



El “reversazo” del Banco Central Europeo a inicios del mes de marzo, precipitó un fortalecimiento relativo del dólar que sin embargo tuvo corta duración ante la expectativa de un movimiento similar por parte de la FED.

Pese a la importancia de lo anterior, para el análisis de los elementos generadores de volatilidad lo cierto es que a lo largo del 2019, no es el Euro sino la Libra el medio fiduciario que ha tenido el comportamiento más destacado frente al dólar.

En medio de la constante incertidumbre que ha generado entre los inversionistas y analistas, los constantes giros en las negociaciones del Brexit, contrario a lo esperado por el consenso del mercado, en 2019 la libra reporta el mayor fortalecimiento frente al dólar.

Sin pretender asumir que entendemos por completo los determinantes de este movimiento, presentamos como hipótesis, que se trata de un ajuste de mercado ante la marcada posición especulativa en contra de la Libra.

A lo largo del segundo semestre del 2018, la posición especulativa neta de esta moneda mostró una acumulación de cortos relevantes, a la espera de un resultado adverso para la economía británica del evento Brexit.

Hasta la fecha lo anterior no solo no se ha manifestado, sino que el desarrollo de la economía política del Brexit ha resultado ser una verdadera sorpresa para todo el mundo.

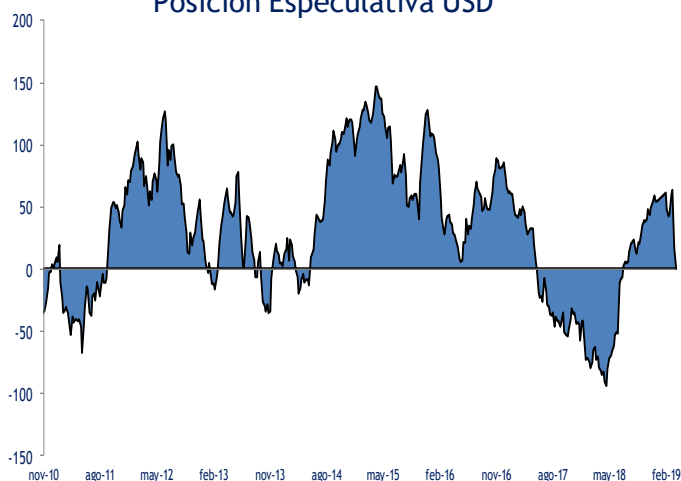
Por otra parte, al analizar la posición especulativa frente al USD, se observa que recientemente las posiciones largas han disminuido de manera importante.

Lo anterior va de la mano del cambio en el discurso por parte de la FED, tema se tratará más adelante.

Posición Especulativa GBP



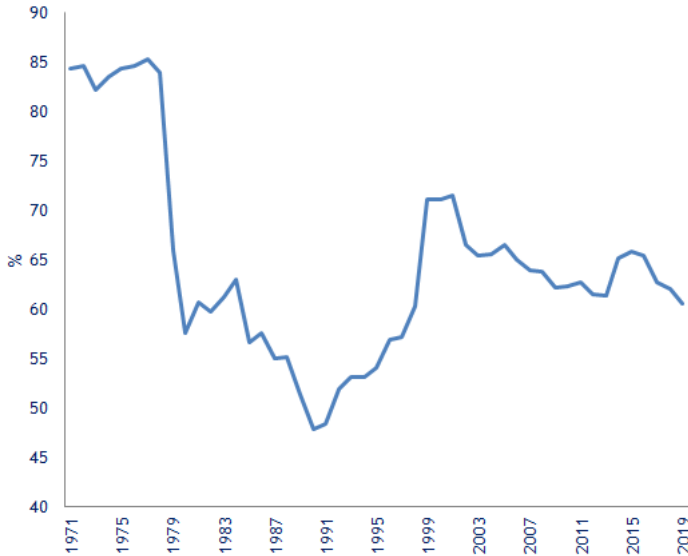
Posición Especulativa USD



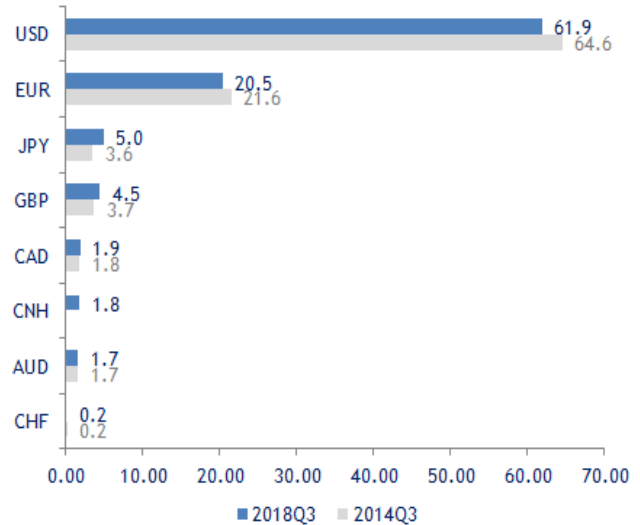
Fuentes: Bloomberg - Geoquant | Ultraserfinco

Composición de las Reservas Internacionales

Participación del Dólar en las Reservas Internacionales Globales



Composición de las Reservas Internacionales



La incapacidad manifiesta de los bancos centrales más influyentes del mundo para salir del círculo vicioso, que ha representado la implementación a gran escala de la “política monetaria no convencional”, mantiene vigente la discusión sobre las denominadas guerras de monedas y sus efectos potenciales en la composición de las reservas internacionales a nivel mundial.

En el entendido que estos cambios se caracterizan por ser de largo plazo (por todo lo que significa,) a continuación hacemos un análisis descriptivo que permite extraer unas conclusiones básicas.

En primer lugar, se observa que tras la ruptura del esquema de Bretton Woods, la importancia relativa del USD dentro de las reservas internacionales experimentó una dramática caída cuyo piso se observó en 1991 con un registro de 46%. Nuestra lectura de lo ocurrido en los años 90 da cuenta de una recuperación en la demanda global por USD derivada de las ganancias en productividad, así como por la consolidación de la influencia política y militar de los EE.UU en Medio Oriente.

En lo corrido de este siglo sin embargo, lo que se observa es un retroceso marginal en la importancia del dólar en la composición de las reservas internacionales globales.

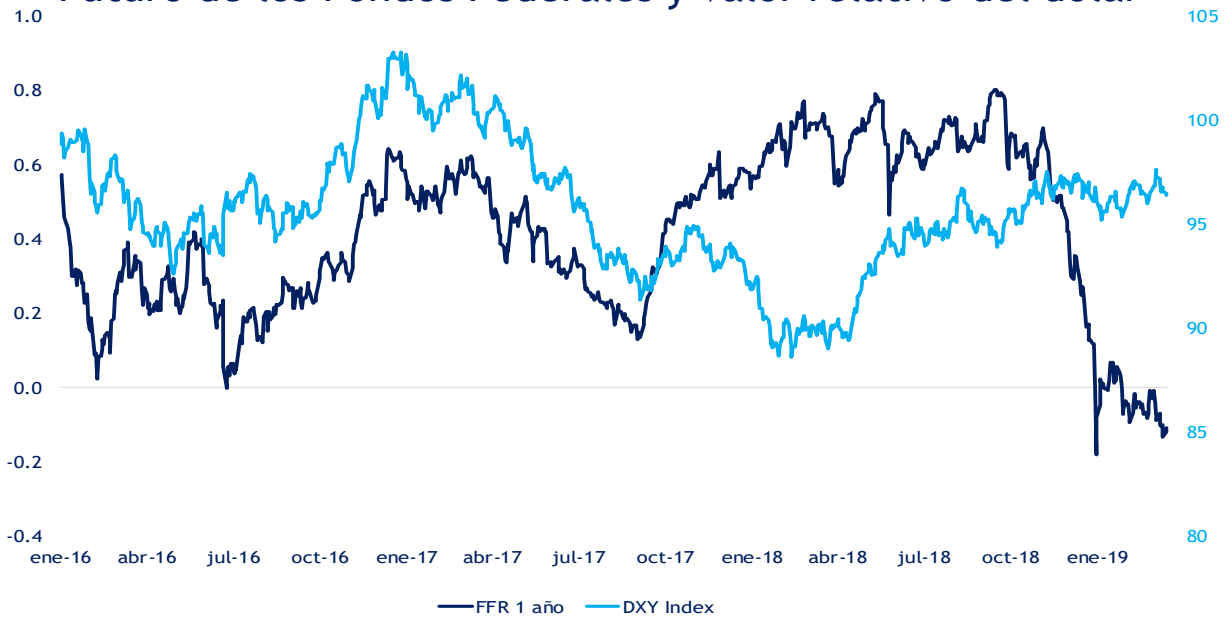
Buena parte de lo anterior se explica por la aparición del euro como alternativa de acumulación de reservas internacionales. Sin embargo, esto no agota por completo la explicación de este fenómeno.

Para un inversionista una pregunta válida es cómo se están diversificando las reservas globales, en el contexto de guerra de monedas.

Al considerar el periodo entre 2014 y 2018 se observa que tanto la importancia relativa del USD y del Euro han disminuido, mientras que medios fiduciarios como el Yen y la Libra esterlina han ganado en importancia.

Finalmente, tal vez más importante que lo anterior destacamos la aparición del Yuan/Renminbi desde el 2016, con un peso relativo que supera a el franco suizo.

Futuro de los Fondos Federales y valor relativo del dólar



Tras el “movimiento” realizado por el BCE, el turno de un anuncio que “tranquilece a los mercados” esta ahora en manos de la FED.

En este informe presentamos una vez más la evolución de los futuros de los fondos federales a un año, en contraste con el índice DXY.

Como se observa en la gráfica, durante el 2018 los futuros de los fondos federales replicaron el discurso de la FED de incrementos a lo largo de todo el año.

Sin embargo, desde finales del 2018 y en clara relación con la desvalorización observada en todos los mercados, las expectativas de los agentes no solo descuentan que la FED no tiene en la práctica la capacidad de realizar aumentos en la tasa de referencia este año, sino que a principios del 2020 se observarían recortes.

Para la consolidación de esta expectativa no se requieren pronósticos de recesión en los Estados Unidos, tal y como se argumentó al cierre de 2018. Lo relevante para la misma es el reconocimiento del mercado de la existencia de la trampa del QE.

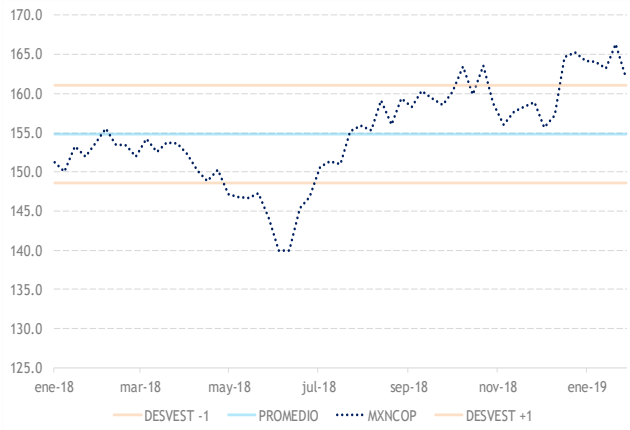
Aunque con el paso del tiempo se han observado nuevos indicadores económicos en los Estados Unidos que dan cuenta de una desaceleración consistente con el agotamiento del ciclo del crédito, nuestra posición es que lo realmente importante para el cambio de tono de la FED es la reacción adversa del precio de los activos ante la reducción de la liquidez mundial.

Nuestro análisis destaca que lo anterior es importante, para entender por que a pesar del mercado desplome en los futuros de los fondos federales, el valor relativo del dólar no ha concretado una ruptura a la baja de igual magnitud. Para que esto ocurra se requiere un reactivación efectiva de la inyección de liquidez.

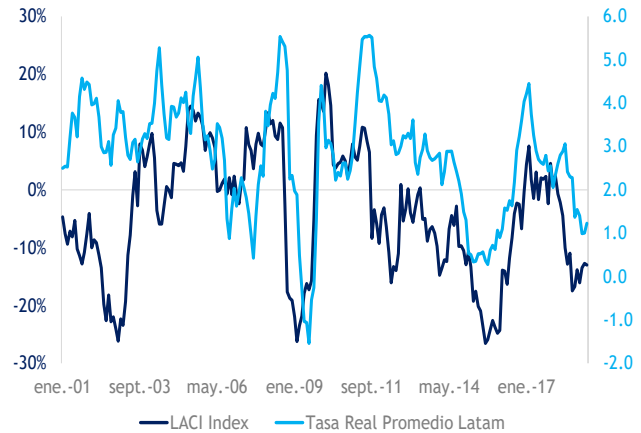
En la coyuntura de los EE.UU, la manera más viable para que esto se concrete es que se reactive la reinversión de los vencimientos que se den en la hoja de balance de la FED.

Monedas Latam

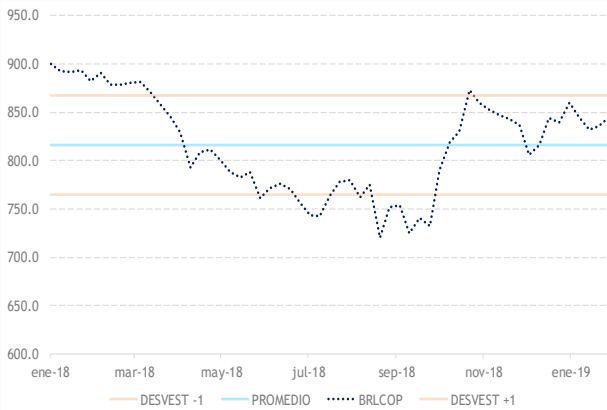
MXNCOP



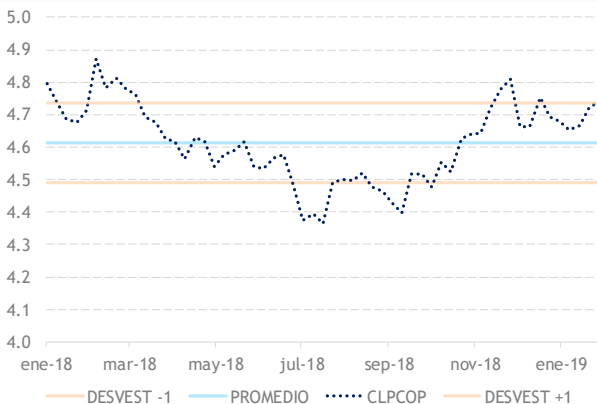
LACI Vs Tasa Real Latam



BRLCOP



CLPCOP



Aunque en general las monedas de la región han reportado en el año un fortalecimiento frente al dólar, en general la respuesta observada en las diferentes cotizaciones frente a los desarrollos de los referentes de materias primas se ha considerado como moderada.

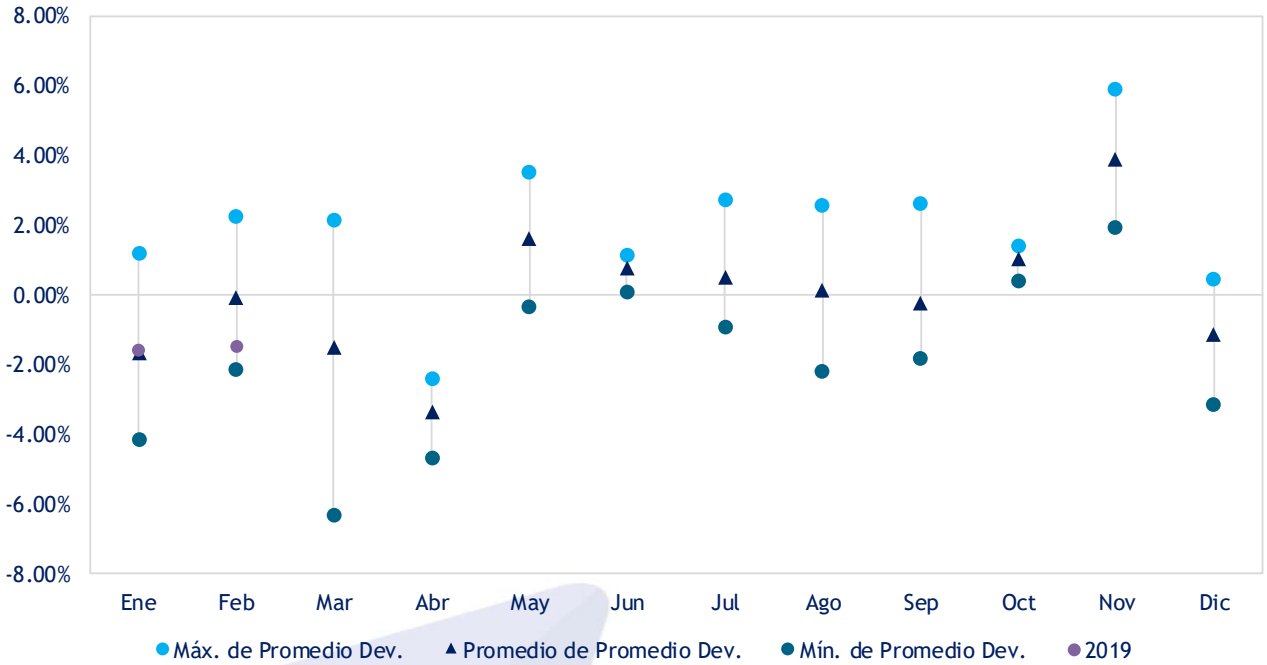
Este hecho ha llamado la atención de instituciones como el IIF, quienes postulan que la menor sensibilidad de los mercados cambiarios de la región ante el mejor desempeño de las materias primas, puede ser el resultado de un exceso de inversiones de portafolio en el pasado.

Una forma de abordar la hipótesis anterior, es evaluar la relación entre la fortaleza de las monedas latinoamericanas vía el índice LACI y un indicador de la tasa real en la región.

Como se observa la relación es estrecha y consistente. A juzgar por la misma en la actualidad la región tiene tasas bajas frente a sus historia y esto limitará el los flujos de portafolio hacia la región, tal y como se ha observado recientemente.

Para el caso colombiano, consideramos lo anterior de la mayor relevancia pues, ante los desarrollos recientes en materia de inflación, algunas voces promueven la idea de recorte de tasas de intervención, olvidando su impacto potencial en la estabilización del sector externo de la economía colombiana.

Estacionalidad Tipo de Cambio Nominal - 2014/ 2018



A la fecha la cotización del dólar en el mercado local ha concretado un ajuste a la baja, que consideramos va en la dirección correcta.

Como hemos señalado en nuestra serie de informes, consideramos que los fundamentales de la economía colombiana no explican los pronósticos de tipo de cambio cercanos a los \$3.200 o superior como se observó al cierre del año pasado y que aún persisten hoy.

Aunque el ajuste ha sido más lento que lo considerado inicialmente el proceso sigue su curso, y siguiendo nuestros análisis en el mes de abril se acelerará.

Dicho ajuste puede precipitar un incremento en la volatilidad del mercado local, por cuenta del cierre de las posiciones largas acumuladas en los últimos meses, y que a la fecha enfrentan el peso del ajuste macroeconómico.

Tasa de Cambio Nominal como Variable de Ajuste

Escenario	Petróleo: Promedio Anual WTI	PIB %	Deficit en CC % PIB	Tasa de Cambio Cierre 2019	Tasa de Cambio Promedio
Alcista	60	3.4	3.5	\$ 2,890	\$ 2,980
Central	54	3.3	3.6	\$ 2,970	\$ 3,060
Bajista	46	2.8	3.7	\$ 3,230	\$ 3,180

Estrategia & Investigaciones

Mario A. Acosta, CFA
Gerente de Estrategia & Investigaciones Económicas
+(571) 3255560 ext. 1509
macostar@ultraserfinco.com

Investigaciones Macroeconómicas

Diego Camacho
Director de Investigaciones
Macroeconómicas
+(571) 3255560 ext. 1577
dcamacho@ultraserfinco.com

Daniel Heredia
Analista Macroeconómico
Internacional
+(571) 3255560 ext. 1566
dheredia@ultraserfinco.com

Investigaciones Renta Variable

Carlos E. Rodríguez
Director Renta Variable
+(571) 3255560 ext. 1567
crodriguez@ultraserfinco.com

Nicolás Erazo
Analista Renta Variable
+(571) 3255560 Ext. 1554
nerazo@ultraserfinco.com

Juliana García
Analista Renta Variable
+(571) 3255560 ext. 1558
jgarcia@ultraserfinco.com

Nadja Peña
Analista Renta Variable
+(571) 3255560 Ext. 1299
npena@ultraserfinco.com

Estrategia

Juan Carlos Cortés
Estratega Renta Fija Local
+(574) 4443522 ext. 6578
jcortes@ultraserfinco.com

Andrés Echavarría
Analista Junior
+(571) 3255560 ext. 1527
aechavarría@ultraserfinco.com

Luis Felipe Molina
Estratega Renta Fija Internacional
+(574) 4443522 ext. 6570
lmolina@ultraserfinco.com

Miguel Aguirre
Estratega Renta Fija Internacional
+(571) 3255560 ext. 1565
maguirre@ultraserfinco.com

Juliana Valderrama
Analista Mercados Internacionales
+(571) 3255560 ext. 1561
jvalderrama@ultraserfinco.com

Juan Diego Paz
Estratega Renta Variable Internacional
+(571) 3255560 ext. 1530
jpaz@ultraserfinco.com

El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen

El presente documento ha sido elaborado para efectos meramente informativos e ilustrativos a partir de información pública, y no refleja un interés específico de Ultraserfinco S.A. Comisionistas de Bolsa. Igualmente, se entiende que las decisiones que sean adoptadas con base en esta información, por los destinatarios de este documento, han sido adoptadas con base en criterios y análisis propios y en ningún momento constituye ni constituirá, responsabilidad alguna para los funcionarios, empleados, representantes, accionistas, asesores, directivos y en general personas vinculadas a Ultraserfinco S.A. Comisionistas de Bolsa.

En consecuencia, ni Ultraserfinco S.A. Comisionistas de Bolsa, ni sus accionistas, ni los asesores de estos, ni ninguno de sus respectivos directores, funcionarios, empleados, representantes, hacen declaración de garantía alguna, explícita o implícita, con respecto a la veracidad, exactitud, confiabilidad o integridad de la información presentada en este documento.

Finalmente la información suministrada no constituye para Ultraserfinco S.A. Comisionistas de Bolsa, ni para sus funcionarios, directivos o accionistas una garantía de cumplimiento de los resultados esperados o que se obtengan en el futuro y constituyen meras opiniones de quienes la emiten.