

Informe del Mercado Cambiario

Enero 2020



Ideas Esenciales

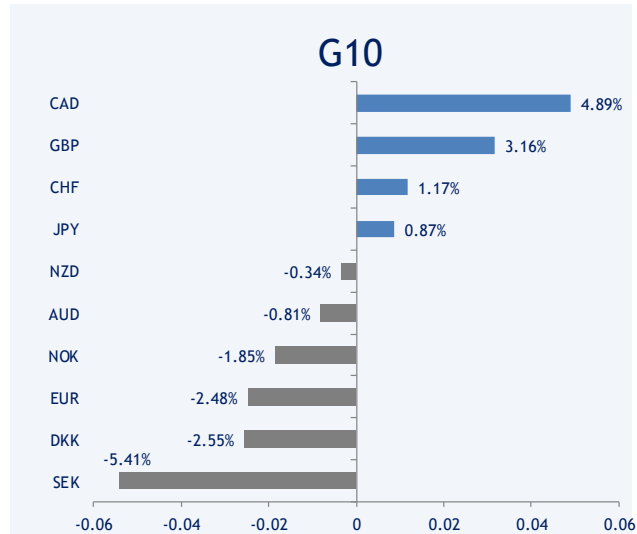
El comportamiento de los mercados de monedas a lo largo del 2019 siguió siendo un reflejo de los cambios de postura de los principales bancos centrales en materia de inyección de liquidez.

Más allá de las tensiones geopolíticas o de comercio internacional que coparon los titulares el año anterior, los “giros cerrados” de la Reserva Federal explican en buena medida el comportamiento del valor relativo del dólar en el mundo.

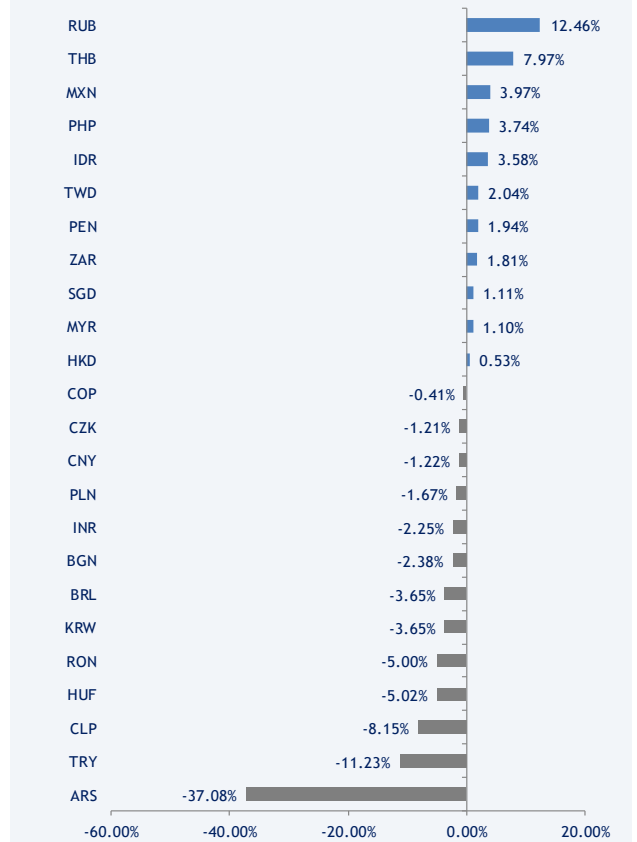
Al inicio del 2020, el consenso del mercado coincide en esperar un debilitamiento del dólar, contrario a lo registrado un año atrás.

- Al cierre del 2018 el sentimiento de aversión al riesgo que afectó a los mercados globales, se hizo extensivo a la cotización del dólar vía la demanda de activos considerados refugio.
- La demanda de dólares se extendió durante buena parte del 2019. Aunque desde muy temprano en el año se hizo evidente que el intento de normalización monetaria de la FED era insostenible, solo la implementación de la nueva versión del plan de compra de activos en el mes de septiembre alivió la demanda de dólares.
- Desde entonces el valor relativo del dólar ha retrocedido, consolidando una expectativa de futuros retrocesos a lo largo del 2020.
- Para los mercados emergentes lo anterior ha significado una disminución gradual de las reservas observadas desde 2018 por parte de los inversionistas.
- En este contexto, el tipo de cambio en Colombia cerró el 2019 en un precio cercano al observado hace un año, de manera que a pesar de la volatilidad observada durante los últimos meses, la devaluación fue inferior al 0.5%.
- Al igual que como lo sostuvimos a lo largo de todo el 2019, seguimos considerando que el dólar se encuentra sobre valorado en el mundo.

Dólar en el Mundo 2019

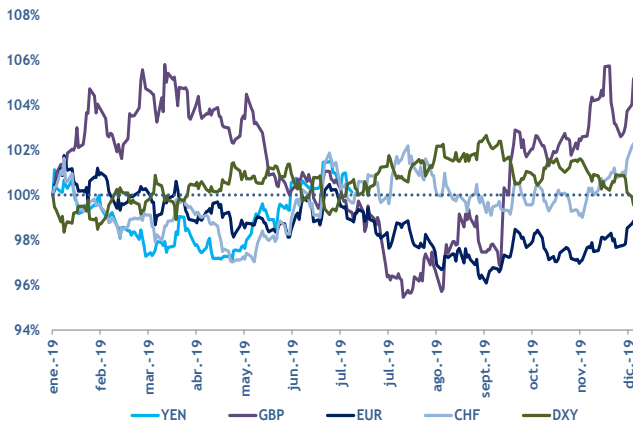


Economías Emergentes



La Trampa del “QE”

Evolución del DXY 2019



Al cierre del 2019 el valor relativo del dólar frente a sus pares, medido por el índice DXY, reportó un retroceso marginal que contrasta con la fortaleza observada entre los meses de julio y agosto.

En lo que respecta al Euro debe resaltarse que durante el 2018 y hasta finales del tercer trimestre de 2019, el Banco Central Europeo mantuvo una dinámica más “fluida” en materia de creación de circulante, hecho que favoreció su debilitamiento en 2019.

Sin minimizar el impacto que las tensiones comerciales han tenido sobre la formación de expectativas de los inversionistas, nuestra lectura sobre el comportamiento del valor relativo del dólar siempre ha considerado que el factor más relevante es la evolución de la inyección de liquidez.

Si bien al cierre del primer semestre del año anterior, la FED ya había concretado recortes en las tasas de interés, las tensiones del mercado monetario llevaron al banco central a reabrir la ventanilla de operaciones REPO.

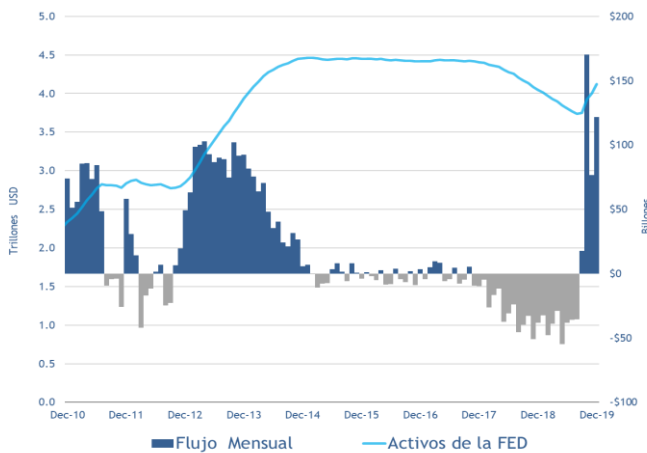
Como se explicó en un informe previo, el improvisado incremento de tasas de interés de la FED a lo largo del 2018, encontró en el apalancamiento global en dólares su principal contrapeso.

Como se observa en la gráfica adjunta, en el mes de septiembre el intento de la FED de escapar de la trampa del QE fracasó ante los temores de estabilidad del sistema financiero global.

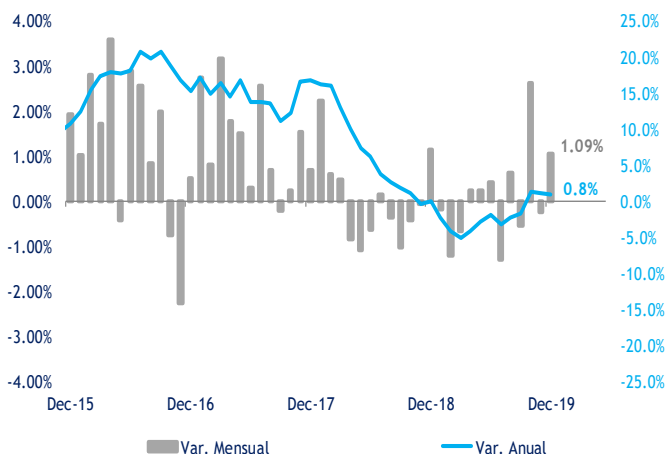
Desde entonces, la hoja de balance de la FED se ha incrementado en cerca de US \$370 billones (la mayor variación en tal periodo de tiempo). De esta cifra US \$151,7 corresponden a compra de activos financieros (en su mayoría Treasury Bills) y US \$217 en operaciones de liquidez.

De esta manera, la implementación no declarada de la cuarta versión del QE de la FED contrarrestó los efectos en los mercados de monedas de la contracción en la hoja de balance global observada a lo largo del 2019.

Variación Anual Hoja de la Balance FED

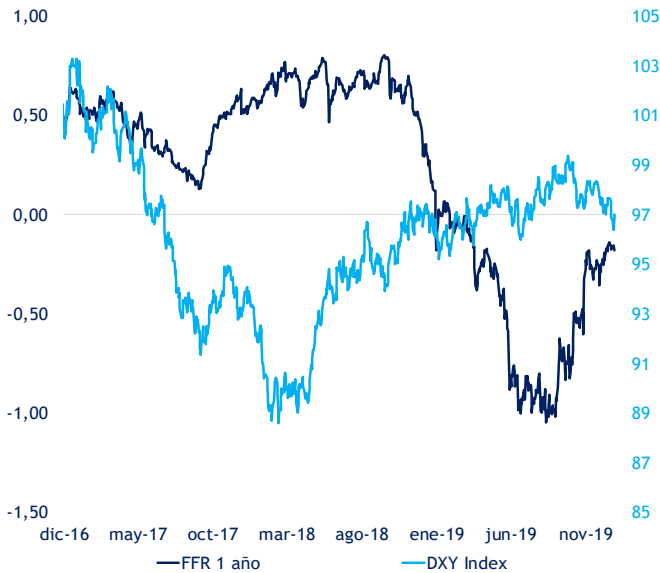


Variación Anual Hoja de la Balance Global



Fuentes: Bloomberg - Geoquant | Ultraserfinco

Futuros de los Fondos Federales a un año



Quizás el principal daño colateral de la actuación reciente de la FED es su propia reputación y credibilidad.

Si bien, tanto en sus comunicaciones como en las proyecciones trimestrales de largo plazo, la Reserva Federal mantiene una perspectiva de futura normalización monetaria, para el mercado esto no deja de ser una ilusión.

Tomando en consideración una vez más la información sobre los futuros de los fondos federales con plazo a un año, se advierte que de manera correcta anticiparon el giro en “U” de la política monetaria en los EE.UU en los últimos meses.

Adicionalmente, se observa que en la actualidad el mercado contempla reducciones adicionales de entre 25 y 50 puntos básicos en los próximos doce meses. Todo esto muy a pesar de las posturas de la FED descartando dicha posibilidad, al favorecer la estabilidad en las tasas de interés.

Esta lectura sobre el futuro de la política monetaria en EE.UU está detrás de las perspectivas sobre un ajuste a la baja en el valor relativo de dólar en el mundo

Crecimiento de la Oferta Monetaria



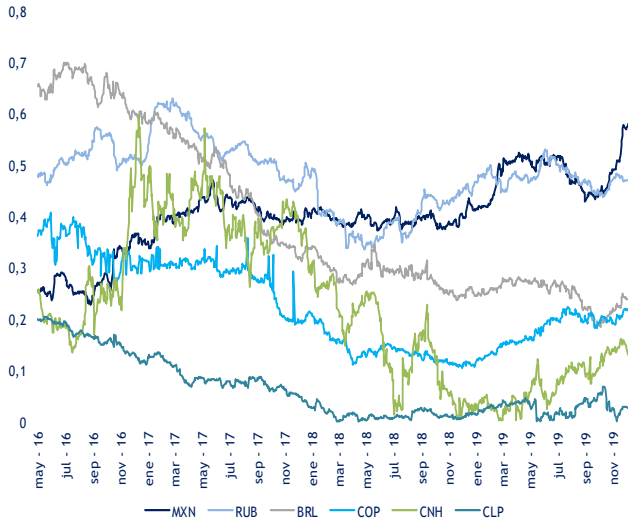
El análisis anterior debe complementarse con el estudio de las variaciones observadas en la oferta monetaria (midiendo solo activos considerados verdaderamente dinero) tanto en el Banco Central Europeo como en la Reserva Federal.

De las dos series consideradas, la de la FED es la que refleja la mayor volatilidad.

Dicho de otra manera, si la parsimonia y la consistencia son elementos deseables en la actuación de Banco Central, las medidas de la FED tal vez precisen criterios de evaluación muy diferentes.

Entre finales del 2016 y primer semestre de 2019, la FED auspició una contracción de circulante que apuntaló el fortalecimiento del dólar. Desde septiembre del año anterior, la inestabilidad del mercado monetario precipitó la angustiante respuesta del emisor, acelerando de manera agresiva la inyección de liquidez, y pasando en solo tres meses de una variación anual promedio de 2% a algo cercano al 6.5%.

“Carry Trade” ajustado por volatilidad



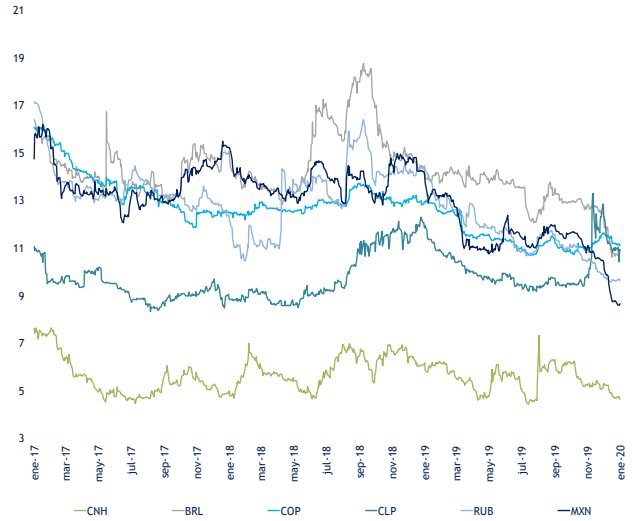
Para los mercados emergentes, en líneas generales la dinámica de la inyección de liquidez global determina el comportamiento de los flujos de inversión de portafolio.

Lo anterior es el equivalente a señalar que en épocas de expansión monetaria los desafíos que caracterizan a los mercados emergentes tienden a ser minimizados, de forma tal que en la práctica no son un obstáculo en la búsqueda de mayores retornos.

Por el contrario, en las coyunturas de contracción de la liquidez global los riesgos tienen a ser exagerados, así los fundamentales de dichas economías sean similares a los observados en época de expansión cuantitativa.

Más allá de las diferentes fuentes de volatilidad que sacuden a los mercados globales de manera rutinaria en cada época, para los mercados cambiarios de las economías emergentes, los giros de la política monetaria de la FED, el BCE o el BOJ son más relevantes en la práctica que el balance macroeconómico de dichas economías.

Volatilidad



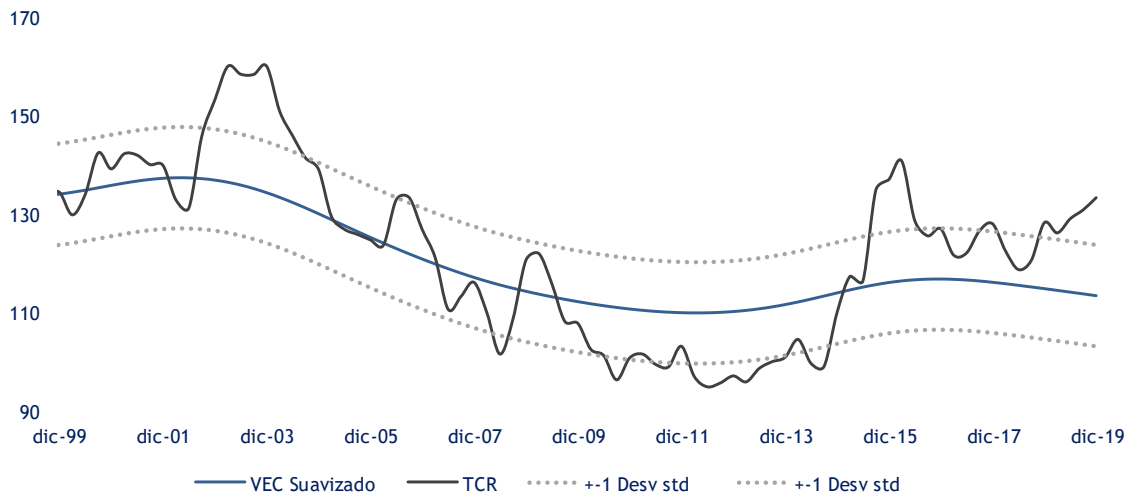
En el año que se inicia, de la mano del aumento acelerado de la inyección de liquidez por parte de la FED, y en un contexto de compresión de márgenes en los mercados de renta fija de “mercados desarrollados” y de valoraciones elevadas en los mercados de renta variable internacional, el sentimiento de los inversionistas vuelve a prestar atención a los mercados emergentes.

Pese a que varias economías emergentes han iniciado recortes en sus tasas de referencia en los últimos meses (bajo la sombrilla del recorte de tasas de la FED) las mediciones de “carry trade” ajustadas por volatilidad se han hecho más atractivas.

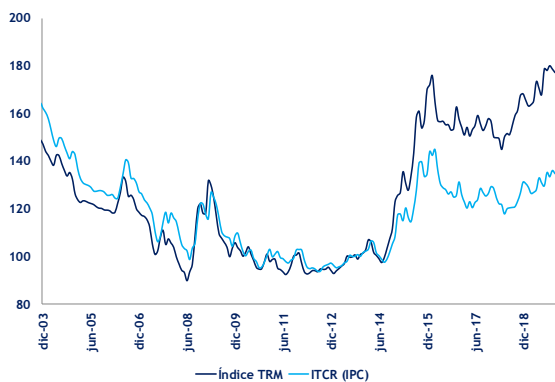
Lo anterior se explica en buena parte por la reducción de la volatilidad en dichas monedas, asociada a la disminución de la ansiedad de los mercados globales por el suministro de liquidez necesario para sostener los niveles de apalancamiento registrados en la actualidad.

Es en este contexto que analizamos el reciente fortalecimiento de monedas emergentes, y en el que se basan las lecturas de mercado que apuntan a incrementar la asignación de recursos a activos de esta clase de economías.

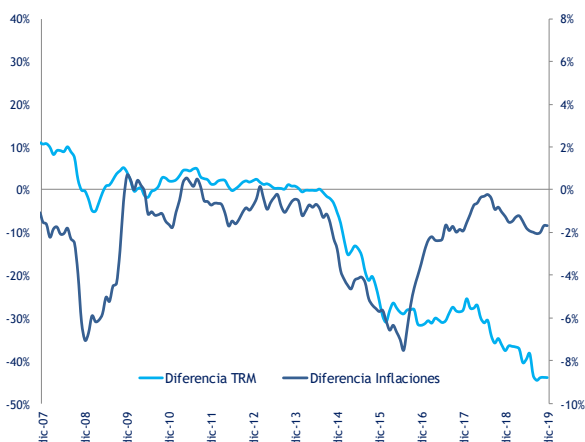
Tasa de Cambio Real de Equilibrio



Índice de Tasa de Cambio Real - Índice de Tasa de Cambio Nominal



Diferencial de Inflación Colombia - EE.UU



Como es costumbre en el primer informe del año, actualizamos el ejercicio sobre los determinantes del tipo de cambio real como una aproximación a la valoración estructural del tipo de cambio en Colombia.

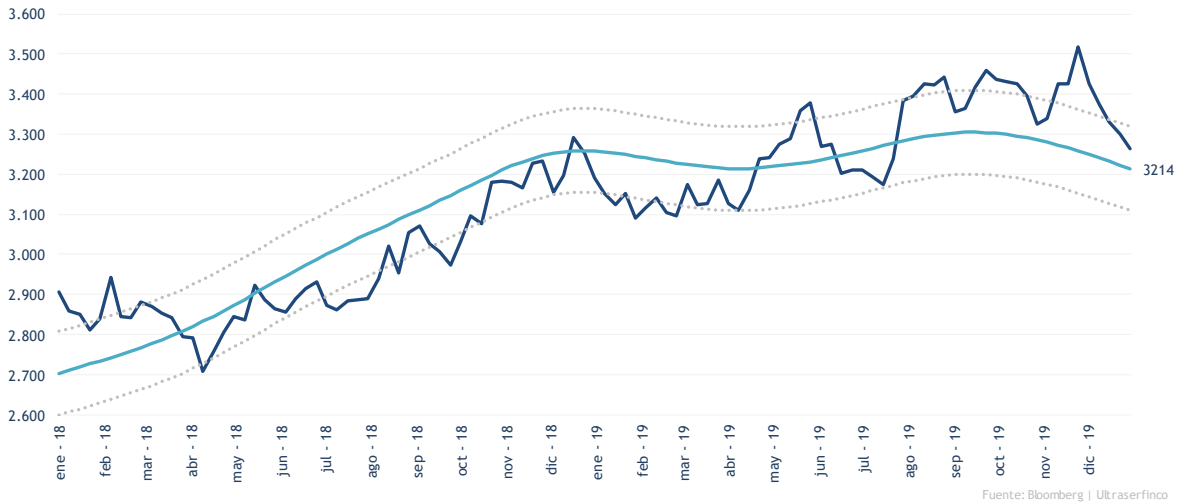
Este busca explicar el nivel de la tasa de cambio real a través de variables fundamentales de la economía, como el gasto público, los Activos Externos Netos como porcentaje del PIB, el precio del petróleo, el crecimiento de los socios comerciales y una medida del diferencial de la productividad entre Colombia y EE.UU.

Como muestra la gráfica principal (y en línea con nuestra postura de los últimos meses), la estimación indica que el tipo de cambio real en Colombia está desalineado de sus fundamentales, mostrando una importante subvaloración del mismo.

Como en ocasiones previas, al comparar el índice de tipo de cambio real con el tipo de cambio nominal, se observa que desde 2015 se observa una divergencia que ya no esta explicada por la diferencia en las presiones de precios.

Por lo anterior, a nuestro juicio cobra más sentido la hipótesis que considera que lo anterior no es reflejo de un profundo desajuste del tipo de cambio real, sino del uso del tipo de cambio nominal como mecanismo de compensación de rentabilidad en portafolios institucionales, así como del efecto del monto de las coberturas cambiarias de los flujos de inversión de portafolio extranjero.

Tasa de Cambio de Equilibrio de Corto Plazo



Dentro de las lecciones recogidas en los últimos meses en un mercado tan desafiante como el cambiario, está la de la relevancia que tienen los factores de corto plazo en la consolidación de sentimientos de mercado, como herramienta complementaria para las lecturas de mas largo plazo como la presentada anteriormente.

Por lo anterior, actualizamos la presentación del modelo de corto plazo, el cual recoge la influencia del valor relativo del dólar frente a sus pares, así como frente a mercados emergentes, las mediciones del Credit Default Swap a 5 años para Colombia, la evolución del precio del crudo y una medida del “carry trade” ajustado por volatilidad.

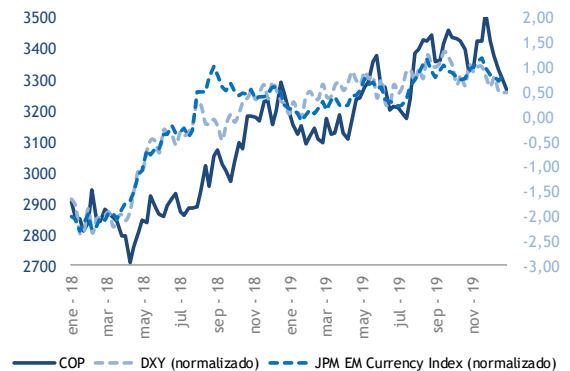
Los resultados muestran como la devaluación asociada a las tensiones políticas en Colombia al cierre del 2019 fueron movidas más por la emoción y la especulación que por factores económicos fundamentales.

De hecho para el momento de dichas tensiones, los factores de corto plazo ya mostraban un giro en la tendencia al alza observada en meses previos.

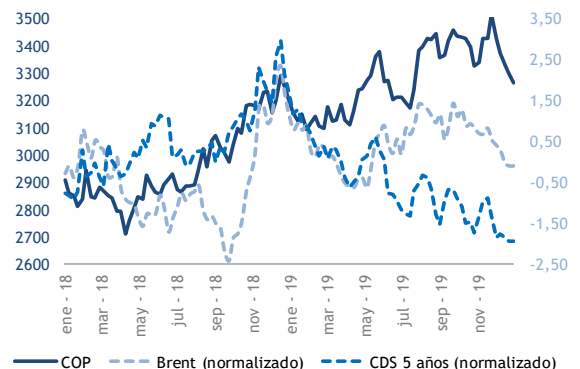
A la fecha la cotización del dólar se encuentra dentro de un rango considerado ajustado a los referentes, y cerca del punto medio de la banda de confianza para este modelo de corto plazo.

En la medida en la no se pueden descartar el resurgimiento de las tensiones políticas, la suma de los modelos de largo y corto plazo deben alimentarse de la información de sentimiento de mercado.

COP - DXY - JPM EMCI



COP - CDS - Brent



El registro del déficit en cuenta corriente de Colombia es uno de los principales argumentos tras los análisis que intentan justificar la devaluación observada en meses previos en Colombia.

Al inicio del 2019, al mismo tiempo que se anunciaba un supuesto estancamiento de la economía colombiana y la preocupación por el déficit en cuenta corriente, se respaldó la devaluación como una especie de castigo sanador que facilitaría el ajuste de las cuentas del sector externo.

Hoy a pesar del castigo efectivo que ha sufrido la economía colombiana por cuenta de un tipo de cambio desalineado de sus fundamentales, el registro de dicho déficit no solo no se ha corregido sino que se mantiene en niveles que resultan elevados en las comparaciones internacionales.

En la medida en la que la estructura del comercio exterior de Colombia tiene baja respuesta al tipo de cambio, es poco probable lograr un ajuste del indicador en cuestión.

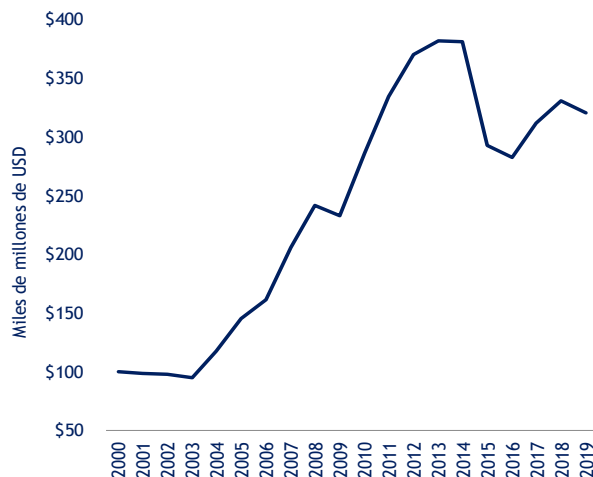
De hecho, la propaganda a favor de tipo de cambio desalineado, castiga doblemente a la economía colombiana, pues no solo reduce el valor del PIB medido en dólares (aumentando de esta manera el déficit mismo), sino que eleva innecesariamente el saldo del endeudamiento en moneda extranjera, así como el servicio de la deuda.

En este orden de ideas, es fácil evidenciar que el desajuste estructural del tipo de cambio es un factor procíclico en la medición del déficit en cuenta corriente que a la postre resulta ser más costoso.

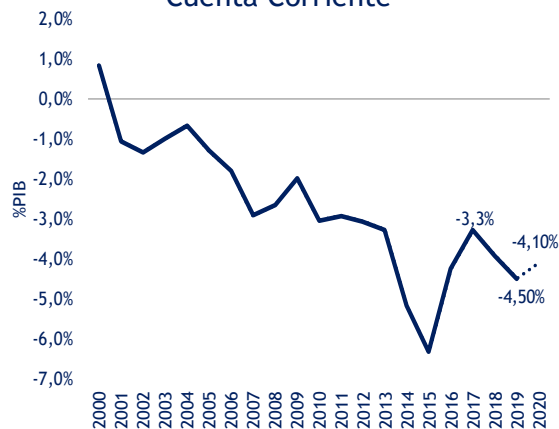
Lo anterior es precisamente parte de la explicación de por qué esperamos un ajuste moderado de esta variable al cierre del 2020.

En un contexto de reactivación de la inyección de liquidez por parte de la FED que facilite el ajuste de la sobrevaloración del dólar en el mundo, se facilitan la estabilidad de flujos hacia economías emergentes de forma tal que en última instancia el valor del PIB en dólares no se vea reducido a pesar de presentar una de las tasas de crecimiento más altas en el mundo entero.

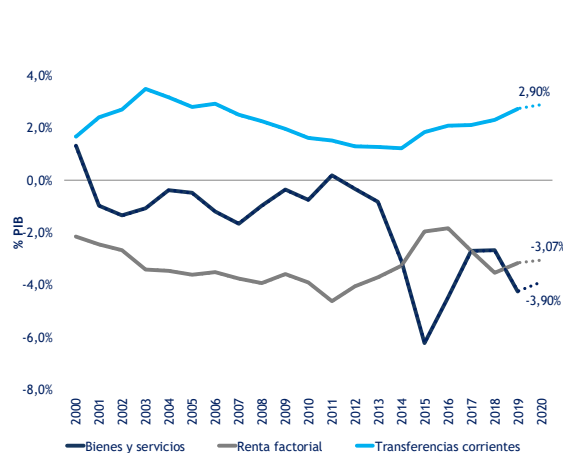
PIB nominal en dólares



Cuenta Corriente

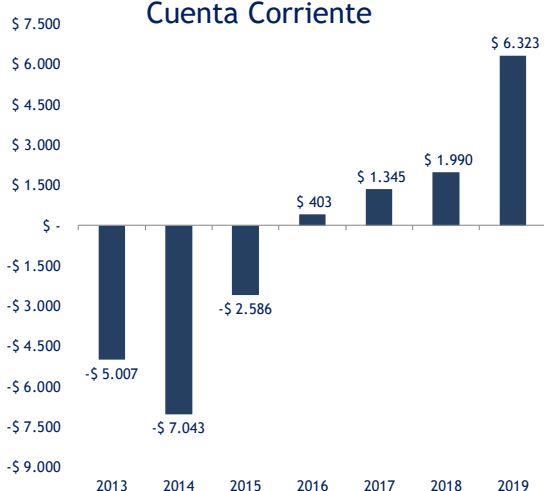


Cuenta Corriente - Componentes -

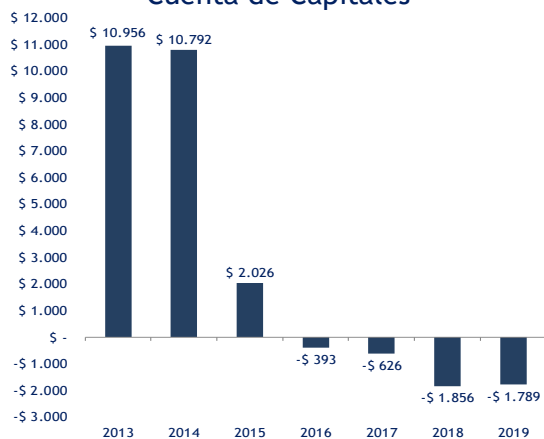


Fuentes: Bloomberg | Ultraserfinco

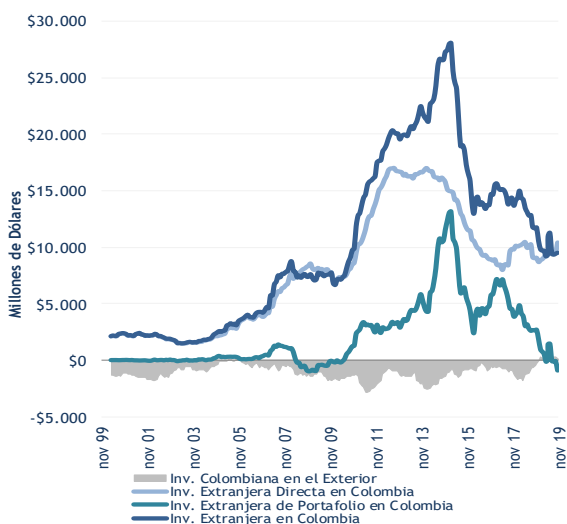
Cuenta Corriente



Cuenta de Capitales



Flujos de Inversión Extranjera



Mientras que la primera lectura del registro de déficit en cuenta corriente sugiere que durante el 2019 la economía Colombia experimentó escasez de dólares, el análisis de la información correspondiente a la balanza cambiaria ofrece una perspectiva diferente.

Los datos hasta el mes de noviembre dan cuenta de una cifra récord en ingreso de dólares, mientras se observó estabilidad en los flujos de salidas en la cuenta de capitales.

Dentro de los ingresos de la cuenta corriente se destacan aquellos relacionados con las transferencias, las cuales se aproximan al 3% del PIB.

Basados en la misma información, el análisis de los diferentes flujos de inversión extranjera dan luces sobre los efectos diferenciados que producen en la dinámica del mercado cambiario local.

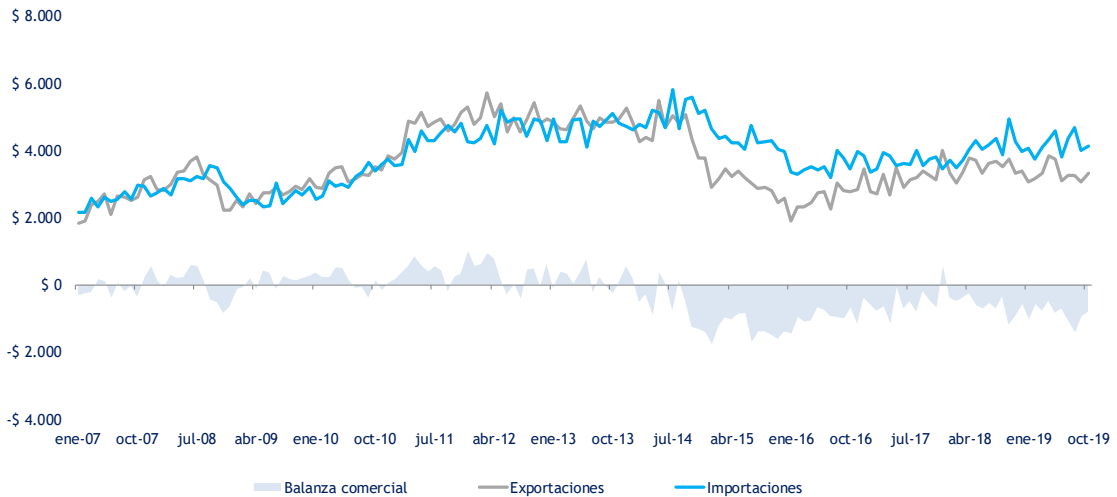
Durante 2019 se observó una importante reactivación de la inversión extranjera directa en el país. Una vez más las inversiones asociadas al sector minero energético se destacan dentro de los sectores que atraen capitales externos.

Por otro lado, a lo largo del año anterior se observó una marcada desaceleración (y contracción al cierre del año) en los flujos de inversión de portafolio.

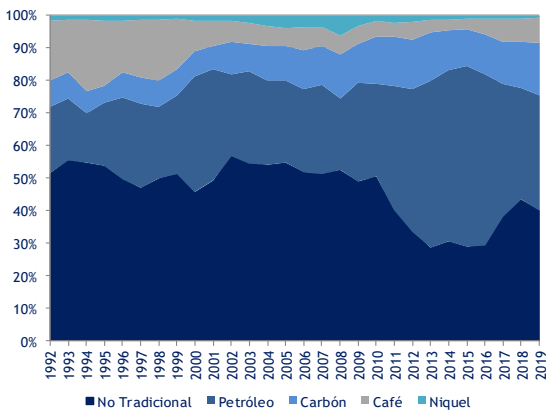
En el agregado, se observa que el año anterior no reportó un avance en los flujos por este concepto lo que en el contexto externo ya comentado, y en atención a los saldos de inversión de portafolio hacen más susceptible la cotización del dólar a las decisiones de portafolio de agentes extranjeros.

Para el 2020 la distinción cobra más relevancia, pues la posibilidad de ampliación del universo de activos chinos disponibles para invertir, tiene el potencial de afectar el flujo de inversión de portafolio en Colombia de forma que genere liquidación de activos y posterior demanda de dólares.

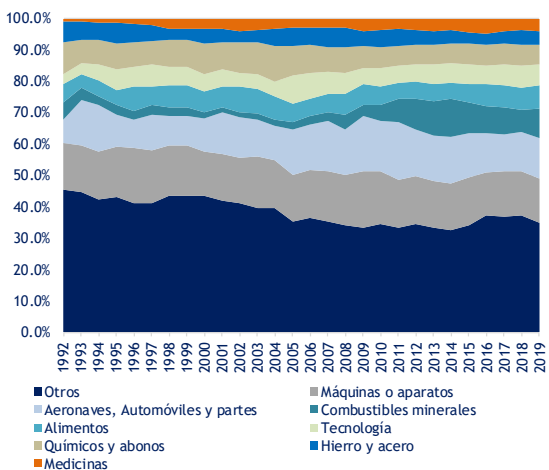
Exportaciones e Importaciones de Colombia



Composición de las Exportaciones



Composición de las Importaciones



En esta sección del documento analizaremos la estructura de la balanza comercial de Colombia, en pro de mayores elementos de juicio sobre el persistente déficit de cuenta corriente de esta economía.

El año anterior el Banrep publicó el libro “Comercio Exterior en Colombia: Política, instituciones, costos y resultados”.

Una de las principales conclusiones de la obra es que la economía colombiana es bastante cerrada, con niveles elevados de proteccionismo vía medidas no arancelarias y una organización institucional diseñada para tal fin.

Dichos niveles de proteccionismo se convierten en un obstáculo para la diversificación de exportaciones al menos por dos canales. En primer lugar, en la medida en que los socios comerciales toman nota del nivel de proteccionismo colombiano toman medidas similares. Un segundo canal se relaciona con la pérdida de productividad de todas la economía al no participar de la cadenas globales de valor.

En este informe quisimos complementar lo anterior con una caracterización de las importaciones.

En pocas palabras, Colombia vende petróleo para importar combustibles, vehículos, equipos de comunicaciones y algunos bienes de capital.

De esta cortísima presentación de los datos, queda claro que el valor de las exportaciones colombianas responden al ciclo de las materias primas y crecimiento de los socios comerciales, mientras que las importaciones están relacionadas con la tasa de interés de referencia.

Mayo 2019.

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	4,9	\$ 2.980	\$ 3.180
Central	54	3,3	4,1	\$ 3.130	\$ 3.210
Bajista	46	2,8	3,9	\$ 3.230	\$ 3.270

Enero 2020.

Tasa de Cambio Nominal como Variable de Ajuste

Escenario	Petróleo: Promedio Anual WTI	PIB %	Deficit en CC % PIB	Tasa de Cambio Cierre 2020	Tasa de Cambio Promedio
Alcista	66	3,7	4,8	\$ 2.980	\$ 3.120
Central	58	3,3	4,2	\$ 3.060	\$ 3.160
Bajista	51	3,0	4,0	\$ 3.280	\$ 3.310

El comportamiento del tipo de cambio en Colombia a lo largo del año anterior reportó una importante volatilidad, la cual se caracterizó por presiones institucionales a la devaluación y temores asociados a la coyuntura de los mercados emergentes.

Iniciando con la estrategia de acumulación de divisas del Banrep (de éxito moderado) y la intervención verbal de varios de los responsables de la política económica en Colombia, el mercado local también se vio afectado por la escasez relativa de dólares en el mundo, de forma tal que los temores de mayores devaluaciones llevaron a las autoridades económica a cambiar el discurso sobre la sostenibilidad del sector externo y el nivel adecuado de reservas de Colombia.

Si bien es cierto que el registro de déficit fiscal de esta economía se destaca en las comparaciones internacionales, también lo es que un tipo de cambio desalineado de los fundamentales no contribuye en el proceso de ajuste, sino que es de

hecho un elemento procíclico.

La estructura del comercio exterior de Colombia hace que cualquier intento de cerrar el déficit debe considerar una tasa de interés de referencia más competitiva.

Fuera de lo anterior, las perspectivas sobre la política monetaria de referencia internacional apuntan a un ajuste en la sobrevaloración del dólar en el mundo, hecho que facilita el ajuste del tipo de cambio en Colombia hacia los niveles sugeridos por las variables estructurales de la economía colombiana.

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

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

Investigaciones Renta Variable

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

Kevin Acelas
Analista Renta Variable
+(571) 3255560 ext. 1558
kacelas@ultraserfinco.com

Estrategia

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

Santiago Celis
Analista Renta Fija Internacional
+(574) 4443522 ext. 6644
scelis@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

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.