



**Banco Agrario  
de Colombia**

## **Coronavirus y... ¿Coronacrisis?**

**Informe Mensual Cambiario – Febrero de 2020**

*Investigaciones Económicas*

Bogotá D.C.

+57-1 5945555 Ext. 9984 - 6771 - 9003

# Contexto externo

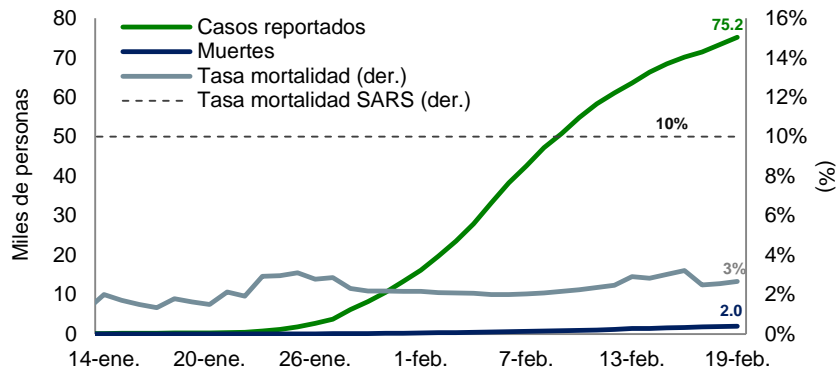
*A pesar del relativo optimismo con el que había iniciado el año, luego del acuerdo de fase uno firmado entre EEUU y China el pasado mes de enero, ahora el Coronavirus luce como el principal riesgo para el crecimiento económico global. Dada la importancia que tiene China en el mundo, según nuestras estimaciones, una desaceleración de 1 p.p. en el crecimiento de esa economía le restaría entre 0.2 - 0.3 p.p. a la dinámica de expansión global, en el mejor de los casos.*

*Bajo este ambiente de mayor aversión al riesgo, la cotización del dólar estadounidense en los mercados internacionales se incrementó en febrero. Los niveles de riesgo-contagio en LATAM siguen siendo muy altos y la depreciación de sus monedas supera ampliamente la observada sobre otras monedas de mercados emergentes.*

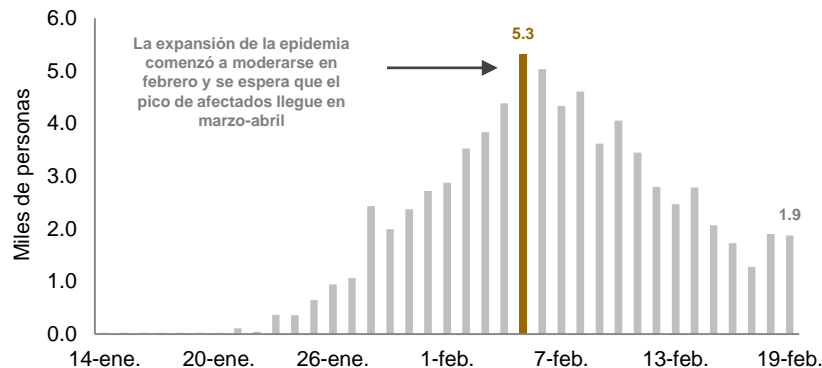
*Los precios del petróleo se han desvalorizado significativamente en este volátil entorno global y en lo corrido de 2020 la referencia Brent registra un promedio de 61 dólares por barril (dpb), inferior al promedio de 64 dpb de todo 2019. La menor demanda de crudo que implica una desaceleración de China mantendrá los precios presionados hacia el límite inferior del canal de equilibrio que estimamos entre 60 - 70 dpb.*

# El Coronavirus tendrá efectos importantes sobre la economía global: un resfriado de China contagia al mundo...

## Evolución del Coronavirus en 2020 ha sido exponencial...



## ...pero se espera que la epidemia se modere a partir de 2T20

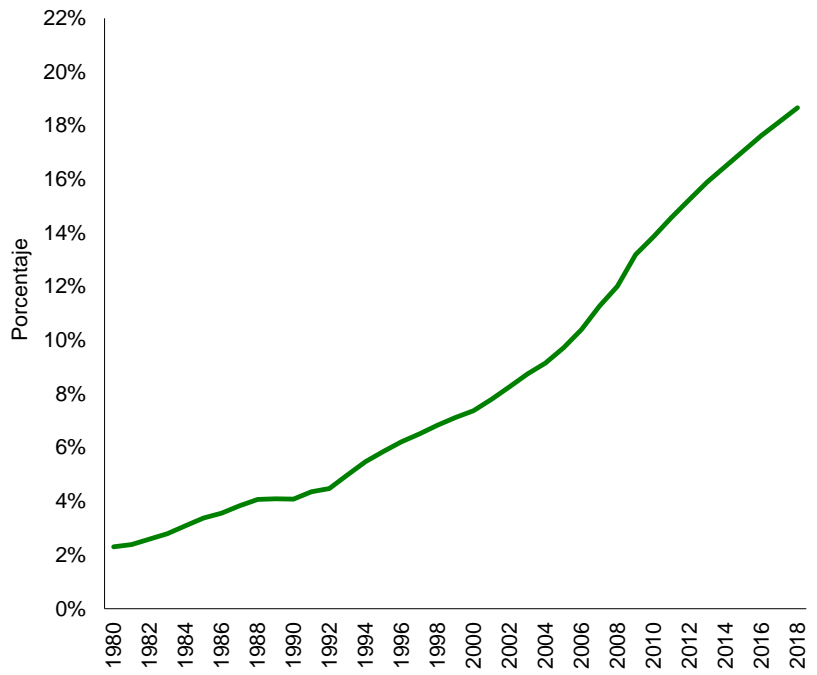


## La importancia de China en el mundo se ha incrementado significativamente en los últimos 15 años

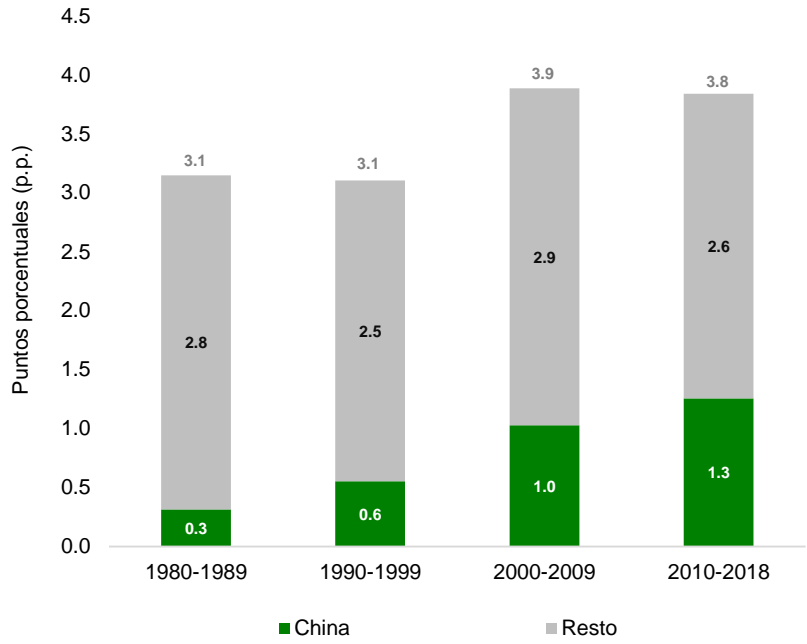
Variable	Posición 2003 (SARS)	Posición 2019 (Coronavirus)	Incremento (veces)
PIB per cápita (USD)	2,250	8,240	3.7
PIB (China/Mundo)	5%	18%	3.9
Manufacturas (China/Mundo)	10%	31%	3.1
Exportaciones (China/Mundo)	5%	13%	2.6
Gasto en turismo (China/Mundo)	3%	18%	6.7
Demanda de petróleo (China/Mundo)	6%	12%	2.0

# China aporta cerca de 1.3 p.p. al crecimiento global (cerca de un 33%) y su importancia relativa ha sido creciente en el tiempo....

Participación de China en el PIB mundial (dólares – PPA\*)



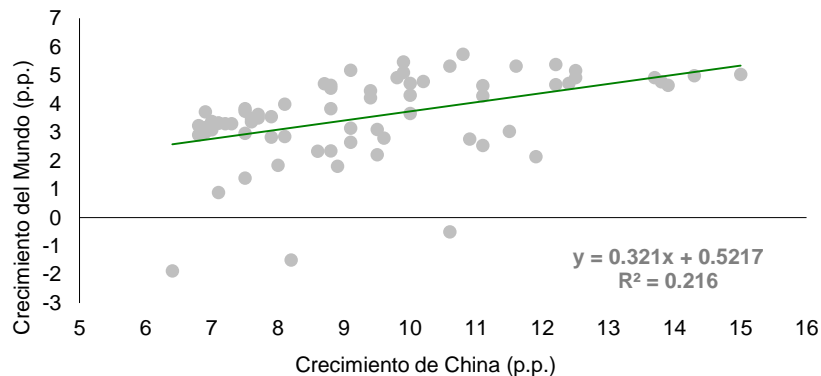
Contribución de China al crecimiento del PIB mundial



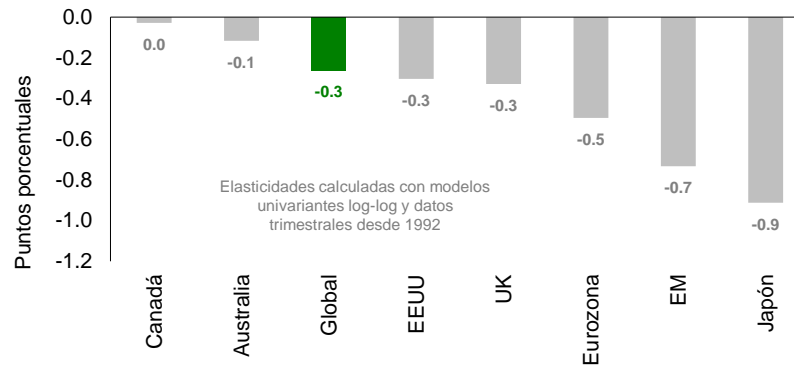
Fuente: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional. Elaboración Investigaciones Económicas – Banco Agrario de Colombia. Ajuste por Paridad de Poder Adquisitivo (PPA).

# Una desaceleración de 1 p.p. en el crecimiento de China podría restarle entre 0.2 – 0.3 p.p. a la dinámica de expansión mundial...

Sensibilidad del PIB mundial al crecimiento de China\*



Sensibilidad a un choque de -1 p.p. en crecimiento de China



Efecto sobre el crecimiento económico mundial de una desaceleración en China (cifras en p.p.)

	China	Mundo	China	Mundo	China	Mundo
	Escenario 2020		Choque de -1 p.p. en PIB China		Efecto estimado	
Participación 2018	18.7	100	18.7	100		
Proyección de crecimiento del PIB	6.0	3.3	5.0	3.1	-1.0	-0.2
Contribución	1.1	3.3	0.9	3.1	-0.2	-0.2
	Escenario 2020		Choque de -1 p.p. en PIB China		Efecto estimado	
Participación 1980	2.3	100	2.3	100		
Proyección de crecimiento del PIB	6.0	3.3	5.0	3.3	-1.0	0.0
Contribución	0.1	3.3	0.1	3.3	0.0	0.0

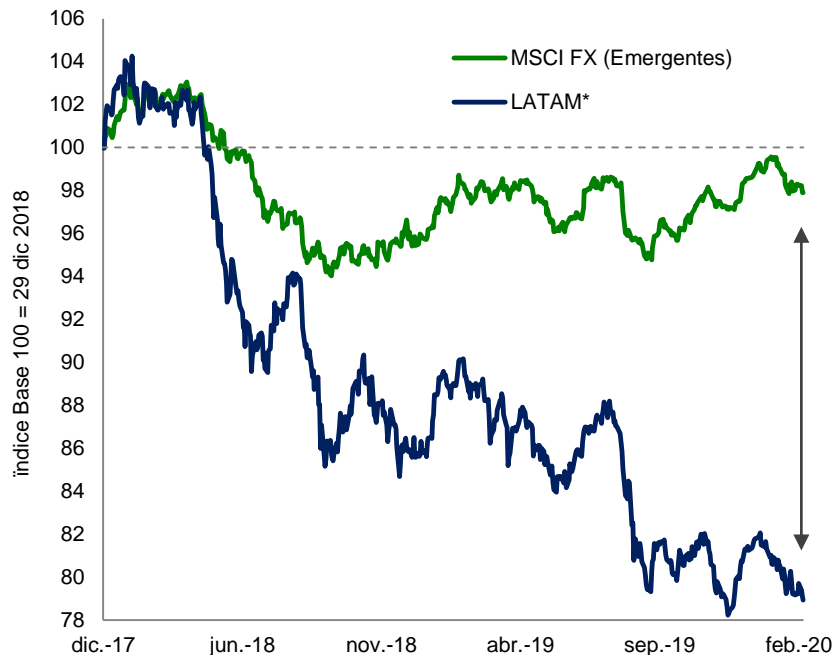
# La cotización del dólar se disparó en los mercados internacionales como consecuencia de un entorno de mayor aversión al riesgo...

## Comportamiento del dólar estadounidense frente a otras monedas fuertes durante el último año

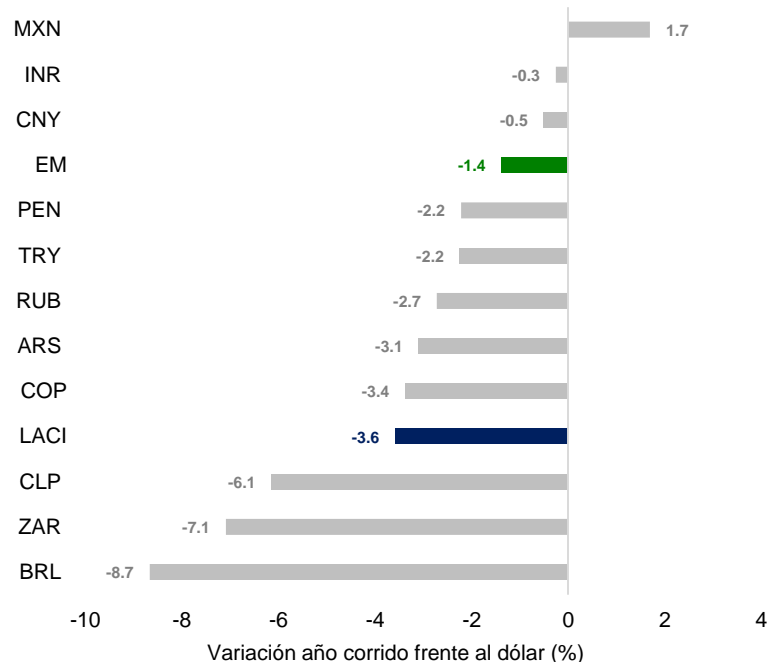


# La depreciación de las monedas en LATAM continúa siendo más significativa frente a otras monedas de emergentes...

## Comportamiento de las monedas EM frente al dólar

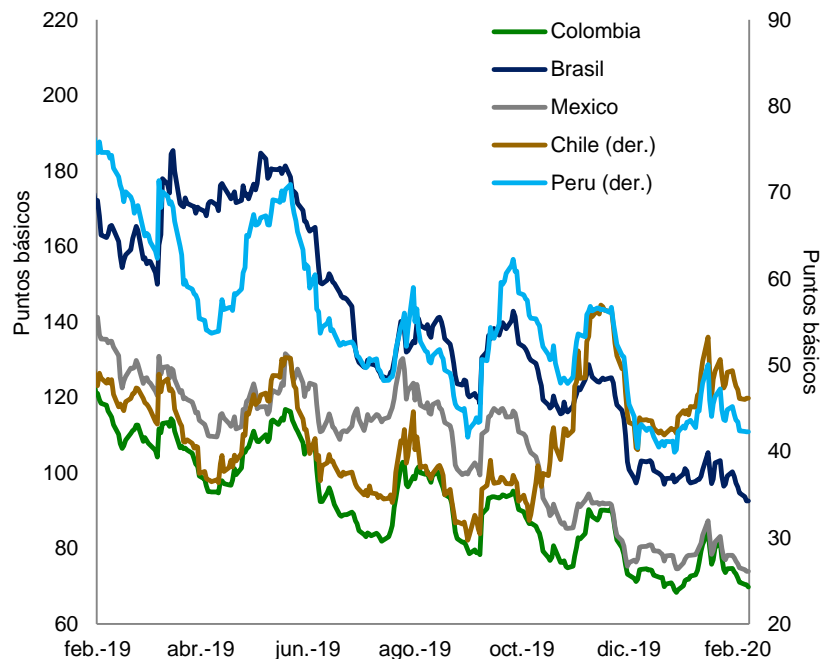


## Desempeño año corrido de monedas emergentes en 2020

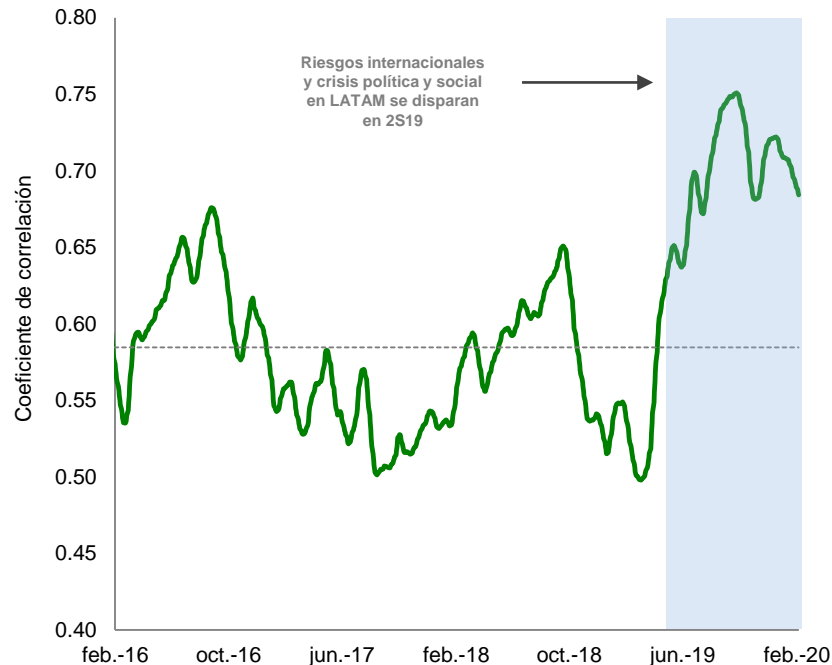


# Las primas de riesgo en la región se incrementaron levemente por el contexto internacional y el riesgo-contagio sigue siendo elevado...

## Evolución de los CDS a 5 años en países de LATAM



## Coefficiente de correlación cruzada en monedas de LATAM\*



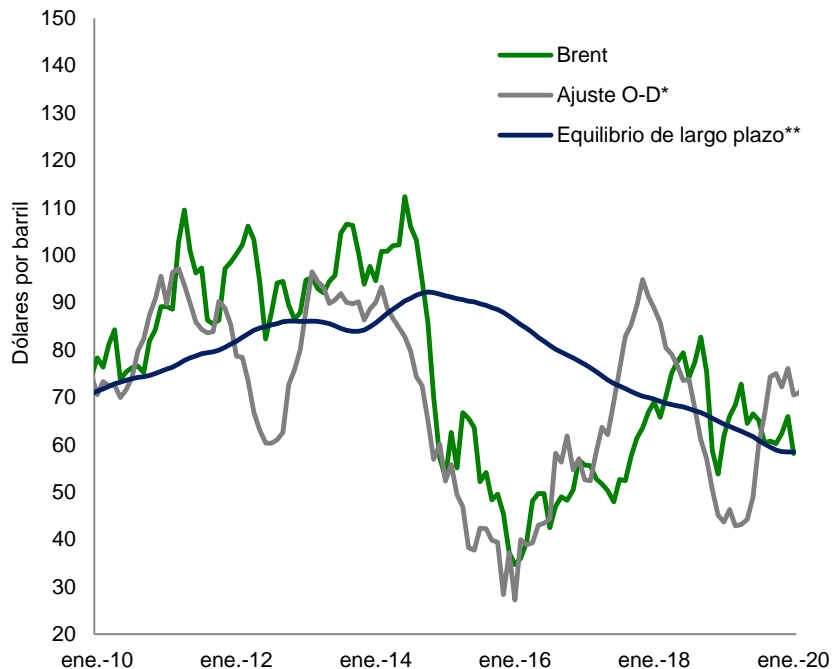
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas – Banco Agrario de Colombia.

\*Ventana móvil de 6 meses del promedio de la correlación individual de las tasas de cambio de las principales economías de LATAM con el índice LACI de Bloomberg.

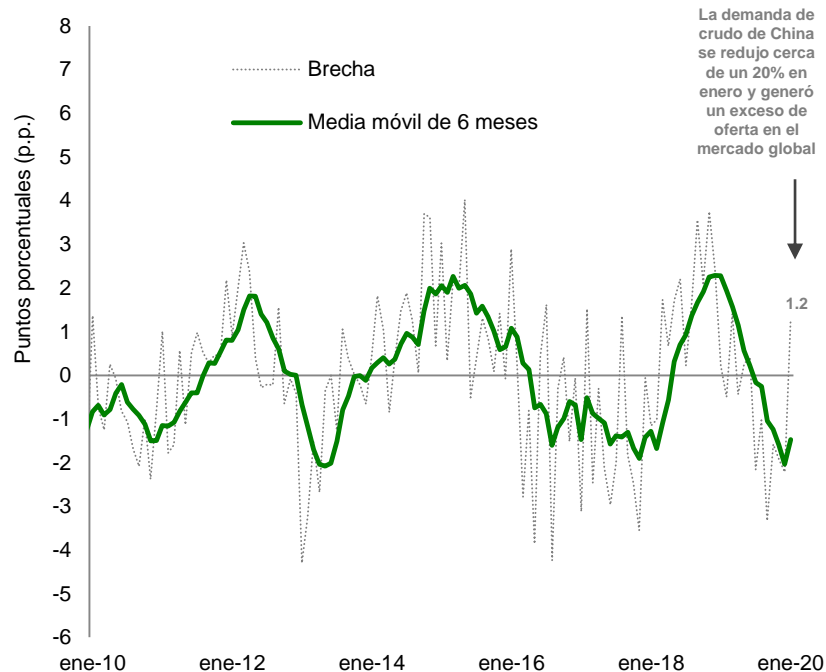


# El Coronavirus ha reducido la demanda de crudo de China y está acelerando el exceso de oferta previsto para 2020...

## Evolución histórica del Brent frente a sus niveles de equilibrio



## Brecha crecimiento producción-consumo global de crudo



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas – Banco Agrario de Colombia.

\*Ajuste de regresión lineal simple con desequilibrios de oferta-demanda en el mercado mundial de crudo.

\*\*Promedio móvil de 5 años.

# Mercado cambiario local

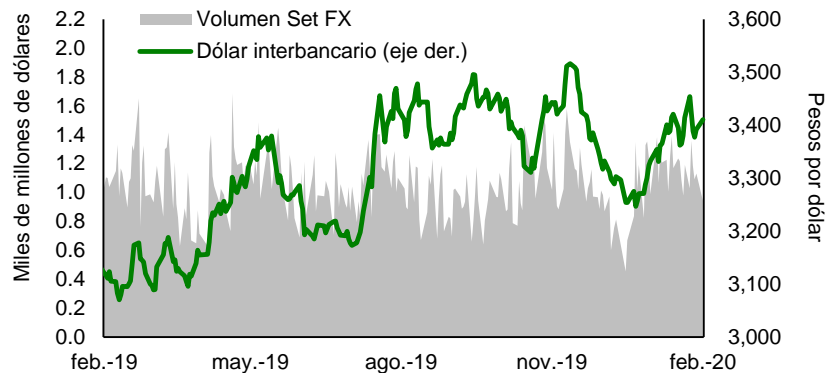
*La tasa de cambio se depreció en febrero, una vez más, hacia niveles de 3400 pesos. Lo anterior está altamente asociado a una mayor demanda especulativa por dólar, en medio de un entorno de fuerte aversión al riesgo en los mercados internacionales atribuido a la actual emergencia sanitaria que ha desatado el Coronavirus a nivel mundial. La volatilidad de la divisa en el mercado local también aumentó, en medio de unos mayores volúmenes de negociación.*

*El déficit comercial de bienes en 2019 superó los 10 mil millones de dólares y se consolidó como el más elevado en los últimos cuatro años. Los términos de intercambio volvieron a mostrar algunas desmejoras, afectados por las caídas que han registrado los precios de los productos de exportación en los mercados internacionales, especialmente los precios del petróleo.*

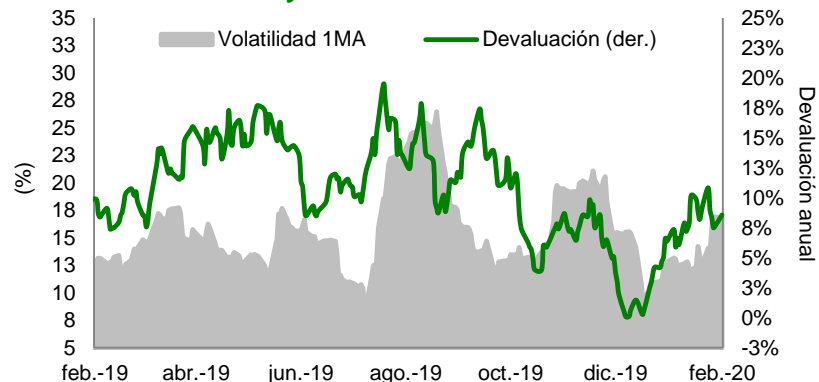
*Los flujos de Inversión Extranjera Directa (IED) hacia Colombia siguen entrando con fuerza y financiando buena parte del egreso neto corriente de dólares. Por su parte, la inversión de portafolio registró entradas netas en enero, por primera vez en más de 6 meses, y es de esperar que en el futuro cercano dicho comportamiento se mantenga. El stock de reservas internacionales se volvió a incrementar y continúa anotando máximos históricos.*

# El volátil contexto externo de 2020 mantiene fuertes presiones de depreciación sobre la tasa de cambio...

## Comportamiento reciente del dólar en el mercado local

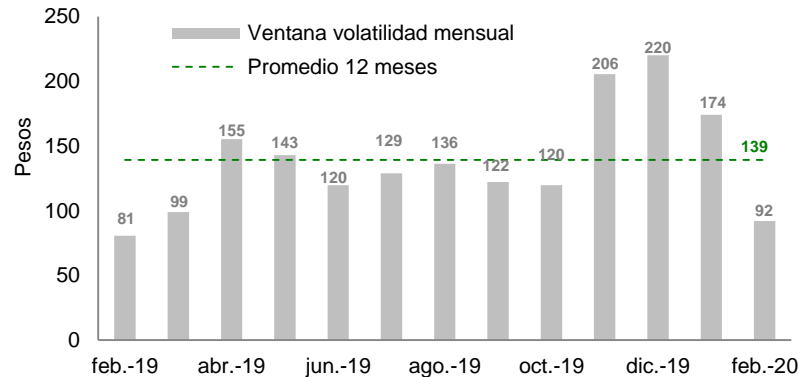


## Devaluación y volatilidad de la tasa de cambio



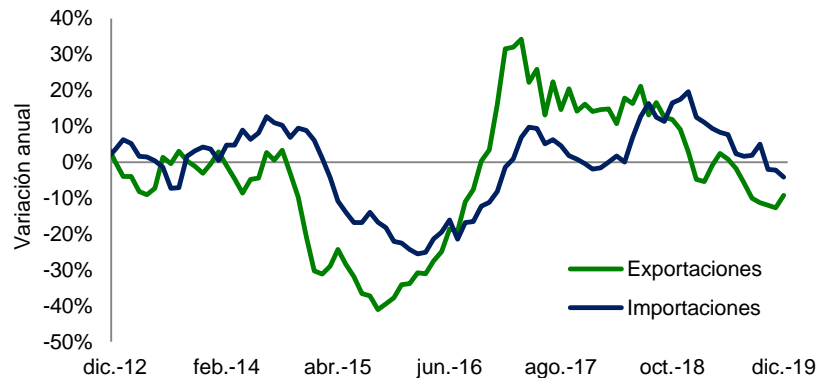
- La tasa de cambio en el mercado interbancario registró un promedio de 3325 pesos en enero y en lo corrido de febrero se ha depreciado hasta niveles promedio de 3396 pesos. Así mismo, el volumen de negociación diario se incrementó en febrero hasta los 1,140 millones de dólares, desde los 1,113 millones promedio de enero.
- La ventana mensual de volatilidad de la tasa de cambio ha mostrado una dispersión de +/- 46 pesos en febrero, superior a la observada en enero y en línea con la tendencia de depreciación vista en meses recientes. La volatilidad de 20 días anualizada (1MA), que es otra medida de volatilidad implícita en el mercado, también aumentó hasta niveles cercanos al 14%, desde los cerca de 5% promedio del mes anterior.
- Bajo este contexto, el ritmo de la depreciación anual del tipo de cambio se ha acelerado hacia niveles del 7.6%, superando el promedio de 4.6% de enero. Sin embargo, el ritmo actual de la depreciación permanece por debajo del 11% promedio de 2019.

## Ventanas mensuales de volatilidad de la tasa de cambio



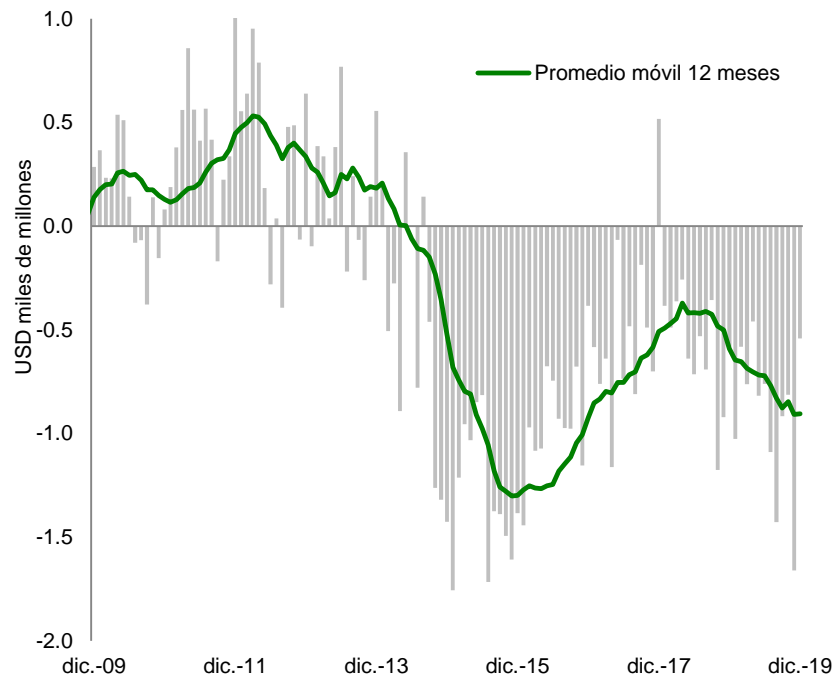
# El déficit comercial de bienes en 2019 fue el más elevado en 4 años, acelerando de esta forma el egreso corriente de dólares...

## Evolución de las exportaciones e importaciones\*



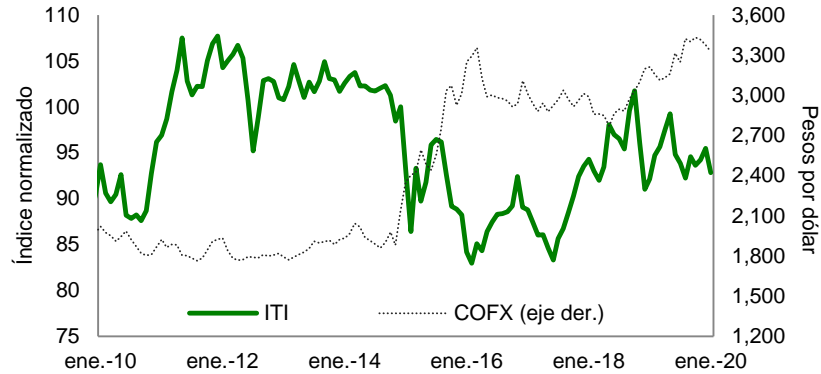
- El déficit comercial de la balanza de bienes fue de 541 millones de dólares en diciembre, el más bajo registrado desde abril de 2019. Lo anterior se dio en medio de un flujo de exportaciones de 3,343 millones de dólares y de 3,833 millones en importaciones.
- En el acumulado de 12 meses al corte de diciembre de 2019, el desbalance comercial se amplió hasta 10,852 millones de dólares, el cual se constituye en el déficit más alto desde diciembre de 2016. De esta manera, las exportaciones fueron 39,419 millones de dólares en todo 2019, mientras que las importaciones ascendieron hasta 50,271 millones, su nivel más alto en 4 años.

## Balance comercio exterior de bienes en los últimos 10 años



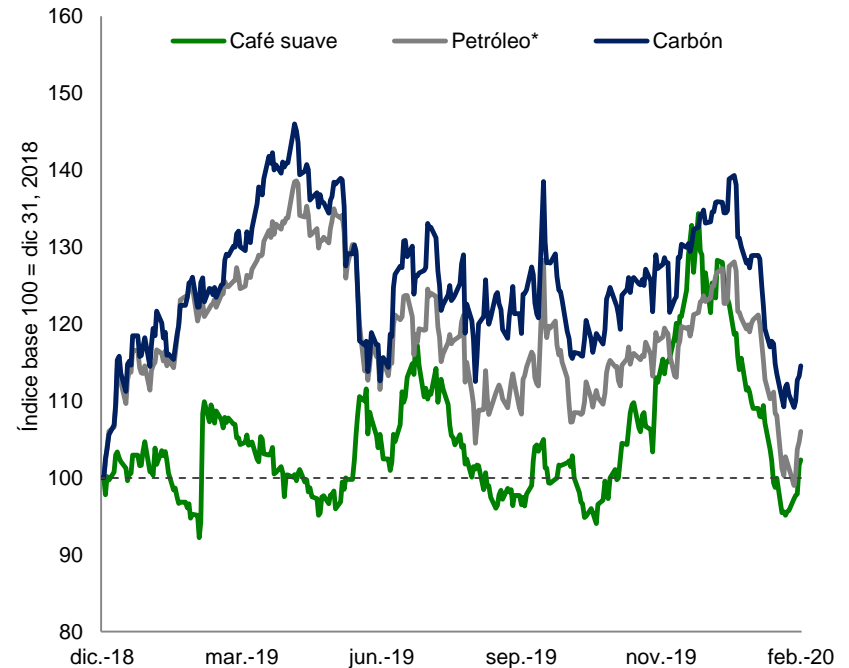
# Los términos de intercambio desmejoraron recientemente por fuertes caídas en los precios de productos de exportación...

## Términos de intercambio durante los últimos 10 años



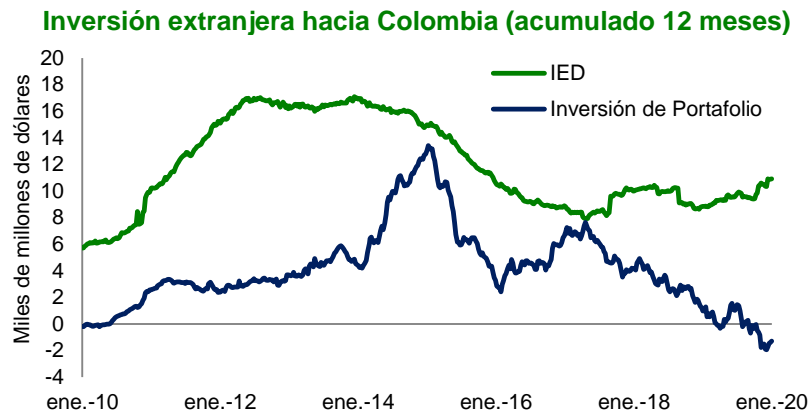
- Según lo muestra el Índice de Términos de Intercambio (ITI) que se construye con los precios de bienes exportados e importados en el IPP, el margen nominal de ingresos de la economía se mantiene cerca de sus promedios históricos, pero en el último mes registró un leve deterioro asociado a las desvalorizaciones que han tenido los precios de productos de exportación en el inicio de 2020.
- Las presiones a la baja que se mantienen sobre los precios de las materias primas a nivel mundial, particularmente sobre los precios del petróleo, podrían seguir afectando negativamente los términos de intercambio del país en el corto plazo.

## Precios de bienes de exportaciones tradicionales



# Los flujos de capital extranjero continúan entrando con fuerza a la economía, especialmente los de Inversión Extranjera Directa (IED)...

- Los flujos de inversión extranjera de corto plazo hacia Colombia (inversión de portafolio) volvieron a ser positivos en el arranque de 2020. Según los datos de Balanza Cambiaria, dicho ingreso neto fue de 415 millones de dólares en enero, contrastando significativamente con el egreso neto de 1,160 millones de diciembre.
- Por su parte, la Inversión Extranjera Directa (IED) aumentó un 54% en enero hasta 1,307 millones de dólares, de los cuales 592 millones son el flujo de IED hacia petróleo y los restantes 715 millones representan la IED hacia sectores diferentes de petróleo.
- En suma, los flujos de capital privado hacia Colombia en enero totalizaron 1,722 millones de dólares, contrastando de esta forma con el egreso neto de 310 millones registrados durante el mes de diciembre.
- Esperamos que, con el regreso de la inversión de portafolio en 2020, el flujo mensual de capitales foráneos se mantenga por encima de los 1,500 millones de dólares.

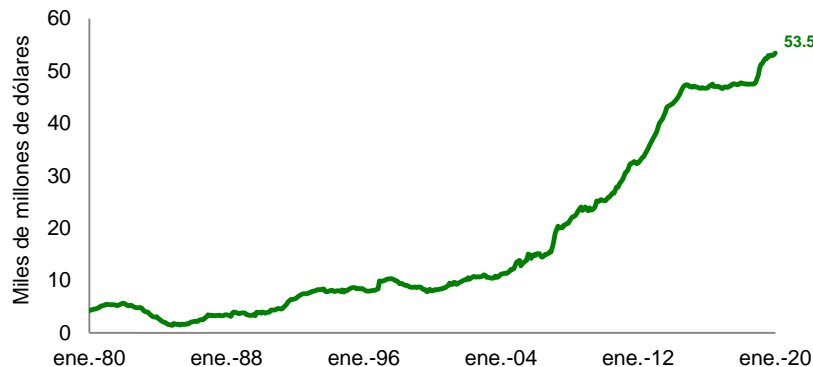


## Flujos mensuales de Balanza Cambiaria en Colombia (cifras en millones de dólares)\*

	Cuenta corriente	Balanza comercial	Reintegros Exp.	Giros Imp.	Balanza SyT	IED Total	IED sector de petróleo	IED otros sectores	Inversión de portafolio
Diciembre	578	-310	495	805	889	850	502	348	-1,160
Enero	627	-79	479	558	706	1,307	592	715	415
Variación (USD)	49	232	-15	-247	-183	457	91	366	1,575
Acum. 2018	229	-206	448	655	435	769	637	131	-198
Acum. 2019	627	-79	479	558	706	1,307	592	715	415
Variación (USD)	398	128	31	-97	270	538	-45	583	613
<b>Variación</b>	<b>173.9%</b>	<b>61.9%</b>	<b>6.9%</b>	<b>-14.8%</b>	<b>62.1%</b>	<b>70.0%</b>	<b>-7.1%</b>	<b>444.7%</b>	<b>309.4%</b>

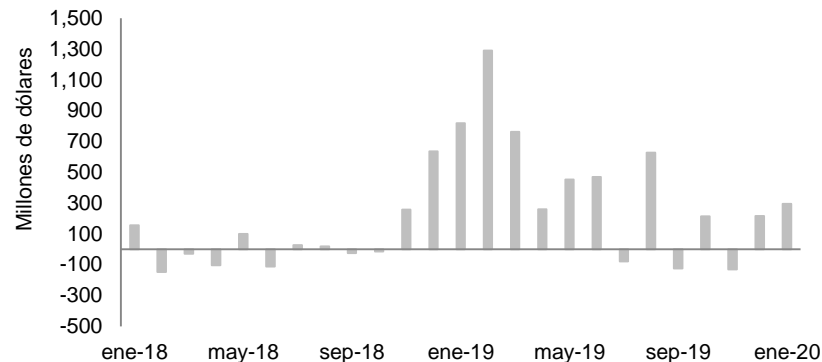
# Las reservas internacionales siguen aumentando y su saldo anotó en enero un nuevo máximo histórico...

## Evolución histórica del saldo de las RIN en Colombia

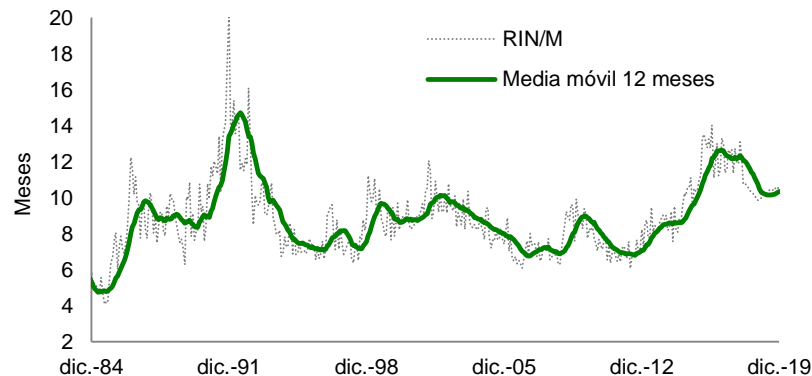


- Los datos consolidados de Reservas Internacionales Netas (RIN) en enero registraron un incremento de 296 millones de dólares, producto de un balance superavitario de 627 millones de dólares en la cuenta corriente de Balanza Cambiaria y un egreso neto de 331 millones que representa el pasivo en la cuenta de capitales. Así, el saldo de las RIN aumentó hasta 53.5 mil millones de dólares, un nuevo máximo histórico.
- Como duración de las importaciones en términos de meses, el saldo de las RIN se mantuvo relativamente estable en diciembre en un ratio cercano a 10.6 veces. Sin embargo, la lectura actual de este indicador se mantiene por debajo de los máximos registrados en 2016-2017 (cerca de 12 veces), en parte afectado por el significativo repunte de las importaciones entre 2018-2019.

## Flujos mensuales de las RIN en los últimos dos años

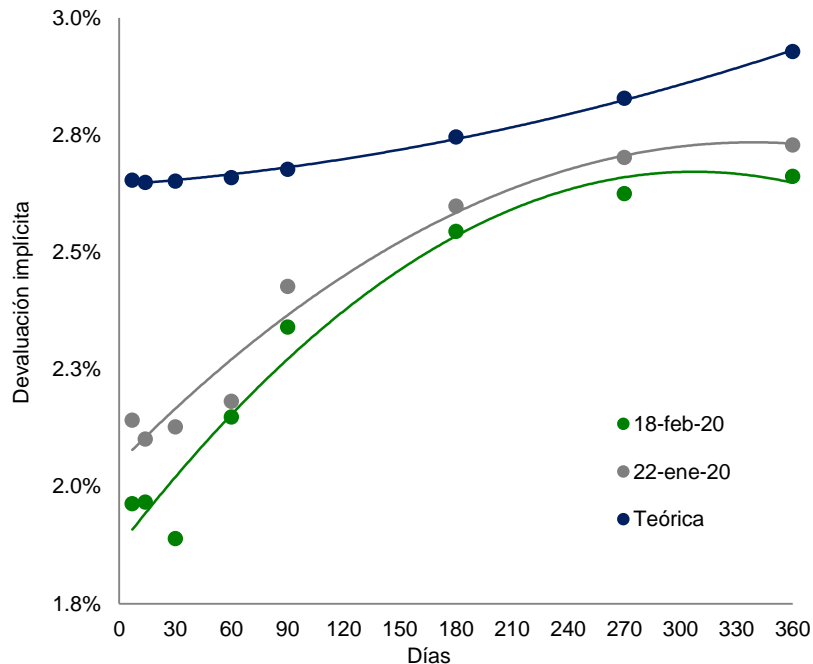


## Duración de las RIN en términos de las importaciones

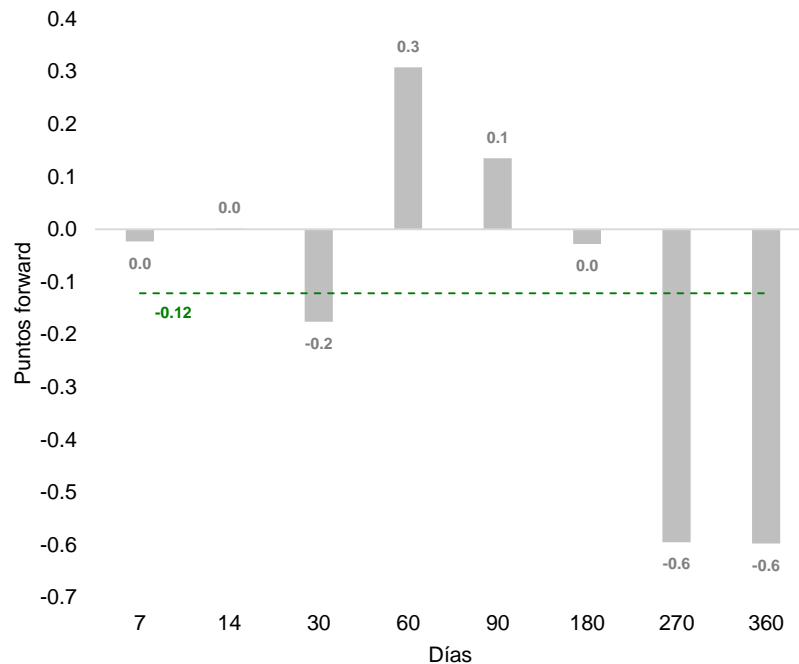


# La curva de devaluaciones implícitas se desplazó a la baja durante el último mes, especialmente los plazos mayores a 270 días...

## Devaluaciones implícitas vs devaluaciones teóricas



## Cambio mensual puntos forward a plazos menores a 1 año\*





## Correlación técnica con otros activos

*La correlación de la tasa de cambio con sus principales determinantes externos de corto plazo (sin el precio del petróleo), aumentó durante el último periodo de análisis. En valor absoluto, el mayor nivel de asociación lineal se observó con el índice de volatilidad de mercados emergentes de MSCI (EM-Vol) en una magnitud del 64%, lo que es consistente con la fuerte volatilidad que en general han tenido las monedas de mercados emergentes en los últimos meses.*

*La correlación con el precio del petróleo, que históricamente ha sido el principal determinante de corto plazo de la tasa de cambio, aumentó hasta 22% en términos absolutos, pero continúa en niveles inferiores de su promedio histórico (75%).*

*Con el índice de monedas de LATAM (LACI), la correlación del peso-dólar sigue ubicándose por encima de 50%, indicando que el riesgo-contagio en la región se mantiene elevado. De manera individual, el grado de correlación más alto en el último mes se observó con el peso chileno en una magnitud de 74%, mientras que el menor grado de dependencia estadística lineal lo tuvo con el real brasileño en un 30%.*

# Los tipos de cambio de Colombia y Chile evidencian el mayor grado de correlación estadística entre países LATAM...

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	-0.22	0.42	0.25	-0.62	0.65	0.30	0.74	0.63	-0.58	0.64	-0.57
BRENT	-0.22	1.00	-0.50	-0.32	0.05	-0.24	0.10	-0.04	-0.11	0.38	-0.30	0.39
CDS 5Y	0.42	-0.50	1.00	0.07	-0.42	0.69	0.12	0.42	0.26	-0.53	0.63	-0.69
BBDXY	0.25	-0.32	0.07	1.00	-0.10	0.29	0.01	0.06	-0.15	-0.39	0.21	0.05
LACI	-0.62	0.05	-0.42	-0.10	1.00	-0.84	-0.89	-0.80	-0.67	0.44	-0.72	0.41
MXN	0.65	-0.24	0.69	0.29	-0.84	1.00	0.57	0.67	0.50	-0.68	0.80	-0.49
BRL	0.30	0.10	0.12	0.01	-0.89	0.57	1.00	0.57	0.51	-0.16	0.47	-0.15
CLP	0.74	-0.04	0.42	0.06	-0.80	0.67	0.57	1.00	0.75	-0.43	0.72	-0.61
PEN	0.63	-0.11	0.26	-0.15	-0.67	0.50	0.51	0.75	1.00	-0.45	0.60	-0.42
EM FX	-0.58	0.38	-0.53	-0.39	0.44	-0.68	-0.16	-0.43	-0.45	1.00	-0.69	0.35
EM VOL	0.64	-0.30	0.63	0.21	-0.72	0.80	0.47	0.72	0.60	-0.69	1.00	-0.58
COLCAP	-0.57	0.39	-0.69	0.05	0.41	-0.49	-0.15	-0.61	-0.42	0.35	-0.58	1.00

Fuente: Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

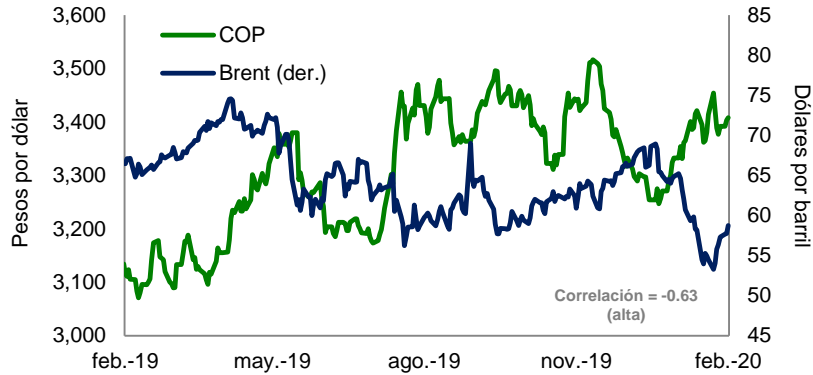
Criterios de la matriz de correlaciones (escala de colores)
Muy alta
Alta
Media
Baja
Muy baja

Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas – Banco Agrario de Colombia.

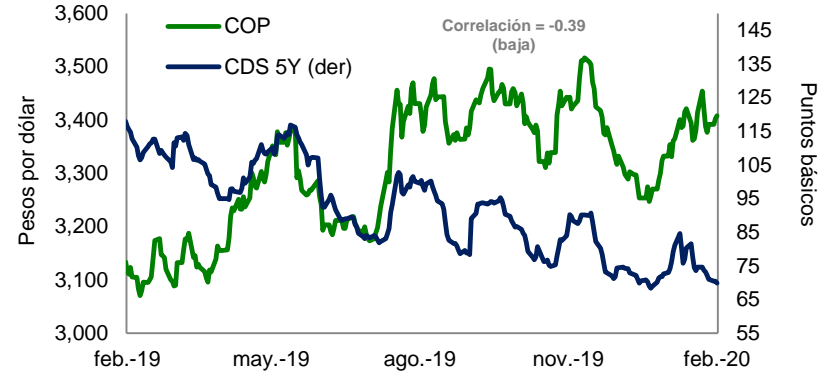
\*Los coeficientes de correlación se calculan sobre las variaciones diarias de los activos. Ventana móvil con corte al 18 de febrero de 2020.

# Movimiento USDCOP con determinantes externos en el último año:

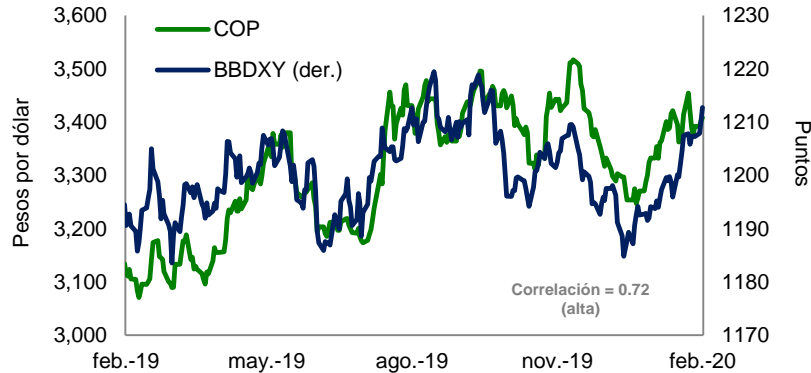
## Correlación con el precio del petróleo Brent



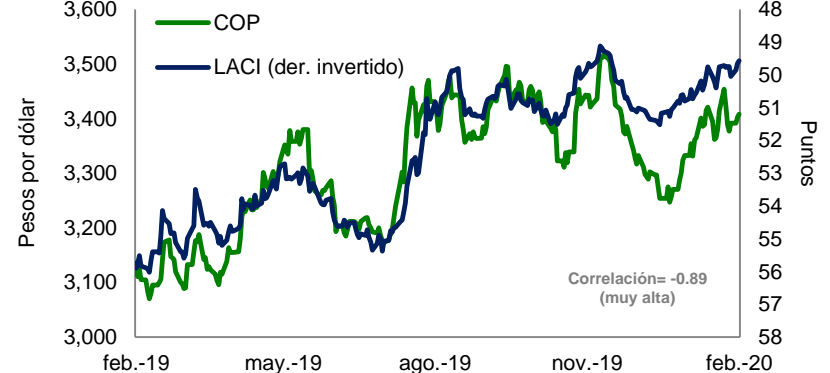
## Correlación con los CDS de 5 años (prima de riesgo)



## Correlación con el índice de dólar de Bloomberg (BBDXY)

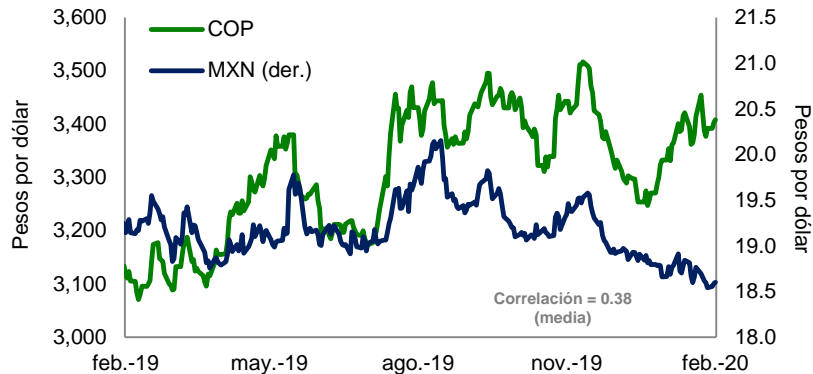


## Correlación con el índice de monedas de LATAM (LACI)

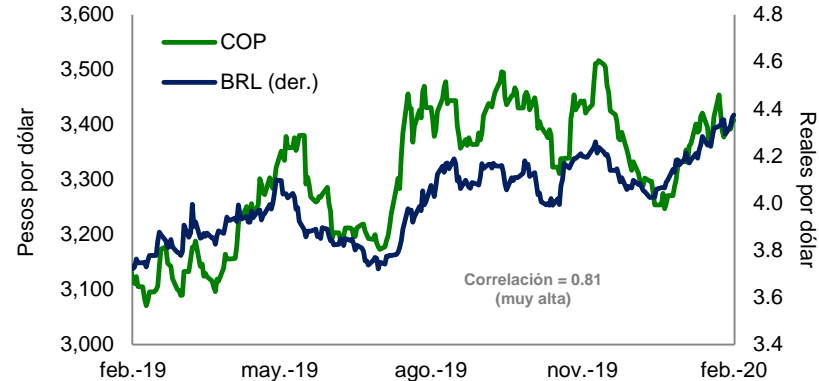


# Movimiento USDCOP con pares de la región en el último año:

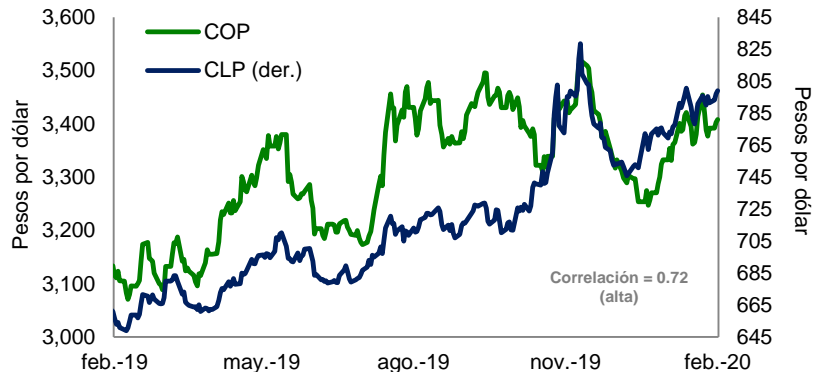
## Correlación con la tasa de cambio peso mexicano - dólar



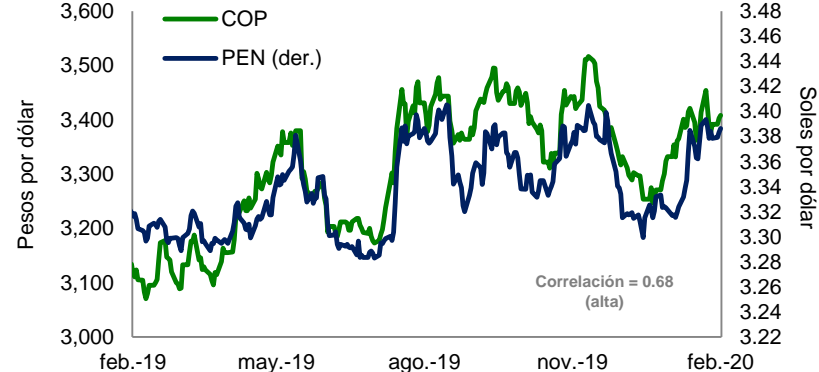
## Correlación con la tasa de cambio real brasilero - dólar



## Correlación con la tasa de cambio peso chileno - dólar



## Correlación con la tasa de cambio sol peruano - dólar



# Modelos estructurales de tasa de cambio

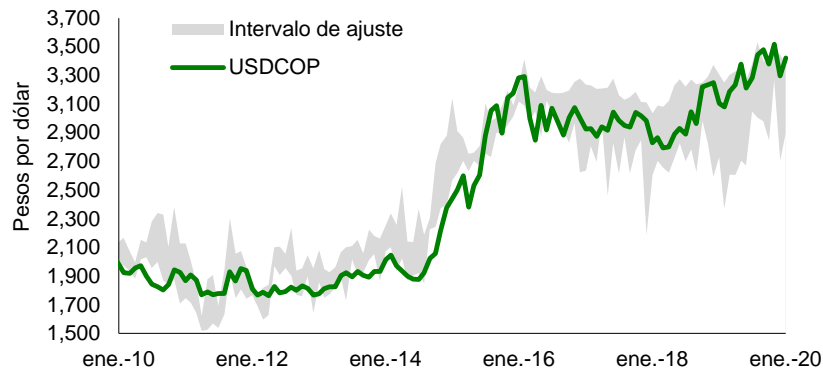
*Según nuestros mejores modelos estructurales (criterio basado en el menor error de pronóstico), los niveles justos de la tasa de cambio están alrededor de los 3150 pesos, lo que sugiere una oportunidad de venta frente a los niveles actuales.*

*Las estimaciones que toman en cuenta sólo los fundamentales internos sugieren niveles cercanos a los 3170 pesos, mientras que los modelos que incluyen sólo los determinantes externos apuntan a niveles del orden de 3080 pesos.*

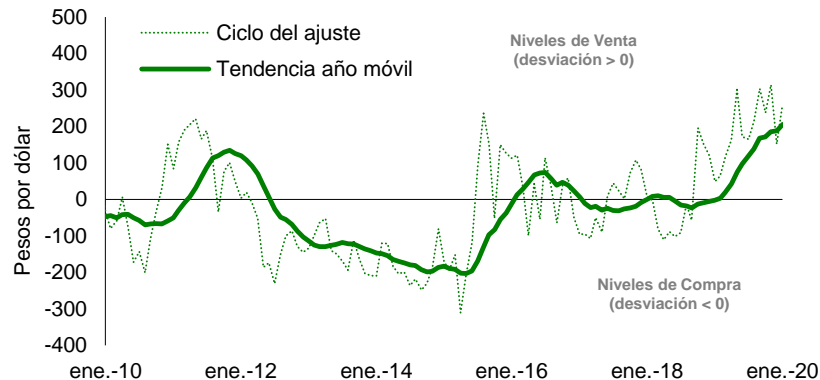
*No obstante, creemos que la probabilidad de alcanzar dichos niveles en el futuro cercano es muy baja, pues la fortaleza relativa del dólar en los mercados internacionales se mantendrá en los próximos meses, soportada especialmente por un entorno de fuerte aversión al riesgo. Los modelos de ajuste de corto plazo pronostican niveles cercanos a los 3400 pesos, en promedio.*

# Los modelos de ajuste estructural continúan sugiriendo niveles del peso-dólar cercanos a los 3150 pesos...

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



## Ajuste cíclico de la tasa de cambio a sus niveles estructurales

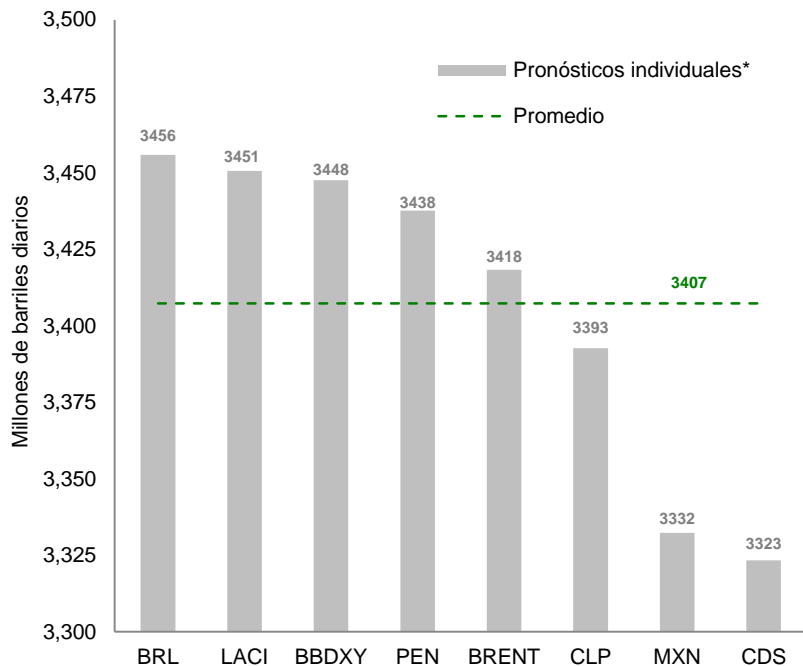


## Modelos estructurales de los determinantes de la tasa de cambio nominal en Colombia

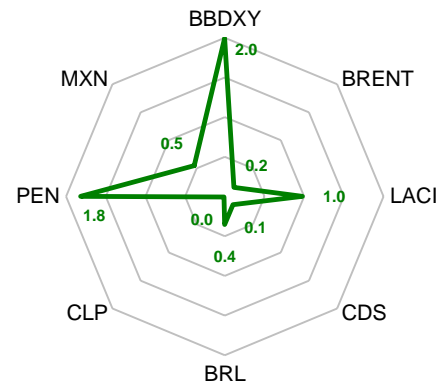
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9	Promedio
<b>Observaciones</b>	181	181	181	181	181	181	181	181	181	181
<b>RMSE</b>	130.3	120.4	130.0	112.0	105.0	121.6	120.9	115.4	122.2	119.8
<b>R^2</b>	0.900	0.908	0.900	0.927	0.931	0.927	0.926	0.930	0.926	0.919
<b>DE (PM3)</b>	42.1	60.3	41.6	44.5	50.9	43.1	41.5	42.7	40.9	45.3
<b>RMSE (PM3)</b>	185.5	129.6	181.5	135.4	92.7	132.2	136.5	96.9	132.3	135.9
<b>Pronóstico</b>	3040	3152	3048	3141	3226	3147	3139	3218	3147	3140
<b>Ajuste (pesos)</b>	-356	-244	-348	-256	-171	-250	-258	-179	-250	-257
<b>Estrategia</b>	Venta	Venta	Venta	Venta	Venta	Venta	Venta	Venta	Venta	Venta

# No obstante, los niveles de ajuste de corto plazo refuerzan la expectativa de un tipo de cambio todavía cerca de los 3400 pesos...

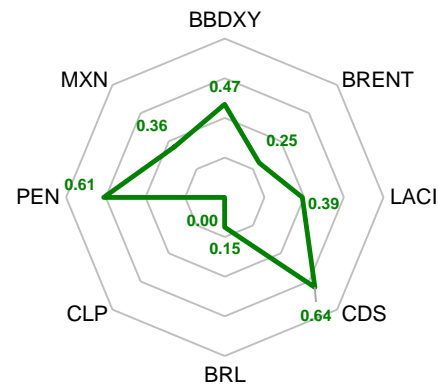
## Niveles justos de corto plazo de la tasa de cambio



## Elasticidades USDCOP con determinantes de corto plazo\*\*



## Medidas individuales de bondad del ajuste\*



Fuente: Investigaciones Económicas – BAC. \*Ajustes de regresión simple con ventanas muestrales de 120 observaciones.

\*\*Elasticidad calculadas con modelos logarítmicos-lineales de regresión simple.

## Expectativas de corto plazo

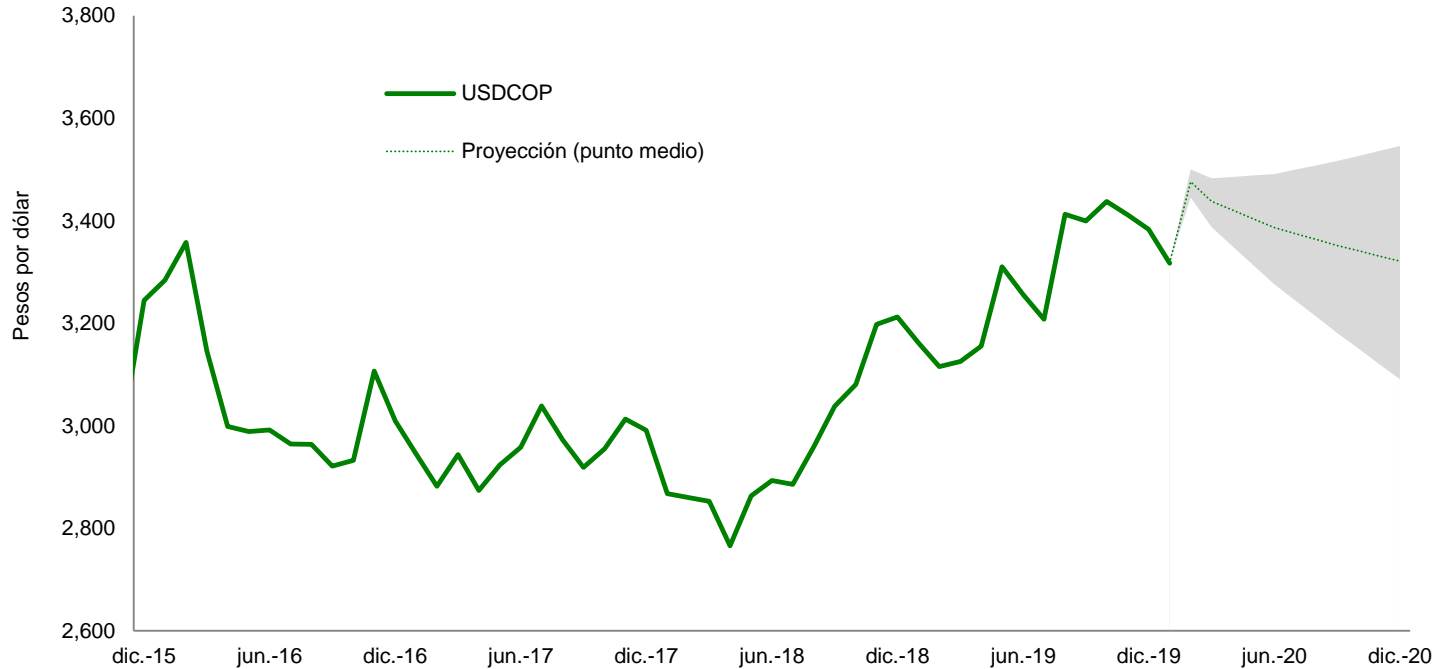
*Esperamos que la tasa de cambio se mantenga cerca de los 3400 pesos en los próximos meses, en la medida que el entorno internacional de aversión al riesgo siga elevado y la demanda de activos de refugio fuerte. Si bien la correlación técnica entre el petróleo y el USDCOP se ha deteriorado, su causalidad histórica obliga a no despreciar la desvalorización que ha tenido el precio del crudo en lo corrido del año, pues este efecto impone presiones fiscales y externas para la economía colombiana que fundamentalmente deprecian al peso.*

*Por todo lo anterior, revisamos al alza nuestra proyección de tasa de cambio para todo 2020 y ahora esperamos un promedio año de 3380 pesos.*



# En promedio, la tasa de cambio estará cerca de los 3380 pesos en 2020, con algunos episodios de apreciación hacia los 3325 pesos...

Trayectoria estimada de la tasa de cambio nominal en Colombia para los próximos años



# Investigaciones Económicas – Banco Agrario de Colombia

## **Fabio David Nieto**

### **Jefe de Investigaciones Económicas**

Vicepresidencia de Estrategia y Finanzas

Teléfono: +51 (1) 5945555 Ext. 9984

[fabio.nieto@bancoagrario.gov.co](mailto:fabio.nieto@bancoagrario.gov.co)

Carrera 8 No. 15 - 43, Piso 7

Bogotá D.C., Colombia

## **Nestor Alejandro Gamez**

### **Profesional Universitario**

Vicepresidencia de Estrategia y Finanzas

Teléfono: +51 (1) 5945555 Ext. 9003

[nestor.gamez@bancoagrario.gov.co](mailto:nestor.gamez@bancoagrario.gov.co)

Carrera 8 No. 15 - 43, Piso 7

Bogotá D.C., Colombia

## **Camilo Rincón Vanegas**

### **Profesional Universitario**

Vicepresidencia de Estrategia y Finanzas

Teléfono: +51 (1) 5945555 Ext. 6771

[camilo.rincon@bancoagrario.gov.co](mailto:camilo.rincon@bancoagrario.gov.co)

Carrera 8 No. 15 - 43, Piso 7

Bogotá D.C., Colombia

## **Daniela Martinez Rojas**

### **Practicante**

Vicepresidencia de Estrategia y Finanzas

Teléfono: +51 (1) 5945555 Ext. 6771

[lisseth.martinez@bancoagrario.gov.co](mailto:lisseth.martinez@bancoagrario.gov.co)

Carrera 8 No. 15 - 43, Piso 7

Bogotá D.C., Colombia

## **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.