

I. Cábalas cambiarias

Cristhian Alejandro Cruz Moreno

Especialista Divisas y Commodities

+57 1 3538787 ext. 6120

cristhian.cruz@corficolombiana.com

María Camila Zambrano

Analista Investigaciones Económicas

+57 1 3538787 ext. 6112

maria.zambrano@corficolombiana.com

Julio César Romero

Economista Jefe

+57 1 3538787 ext. 6105

julio.romero@corficolombiana.com

- Comparamos los pronósticos de tasa de cambio obtenidos a través de varios modelos econométricos frente a los que podrían resultar de seguir una caminata aleatoria y encontramos que no ofrecen resultados significativamente mejores.

- En promedio, la sofisticación de los modelos tampoco garantiza mejores pronósticos. No obstante, para algunos horizontes de tiempo estos pronostican mejor en comparación a una caminata aleatoria.

- A partir de los modelos de pronóstico evaluamos varios escenarios para el tipo de cambio en función de sus determinantes, tales como: caídas importantes en el precio del crudo, fortalecimiento rápido y sostenido del dólar a nivel global y/o una combinación de ambos.

Las proyecciones de tipo de cambio suelen tener amplios márgenes de incertidumbre. Pese a la sofisticación y el avance en el tratamiento de datos, el uso de métodos y técnicas estadísticamente robustas, la incorporación de nuevas variables explicativas, así como la profundización en el estudio teórico de los determinantes del tipo de cambio, los resultados no parecieran ser significativamente superiores frente a la alternativa de usar la cotización actual como pronóstico (caminata aleatoria). Lo anterior reivindica el esfuerzo que supone pronosticar algo con tal nivel importante de incertidumbre.

La contrastación empírica de estas afirmaciones, en su gran mayoría, ha sido realizada para monedas fuertes, es decir: provenientes de mercados profundos y líquidos, con baja volatilidad y altamente desarrollados. Por esto, y en particular para el caso colombiano, **la estrategia para la proyección del tipo de cambio probablemente deba considerar el relajamiento de supuestos, la construcción de escenarios factibles y la aclaración de que los resultados incorporan un alto grado de incertidumbre**. Es decir, privilegiar en el análisis la forma como se construye un pronóstico, frente al dato obtenido como tal.

La evidencia

Meese & Rogoff (1982) se preguntaron si modelar el tipo de cambio nominal es mejor opción frente a una caminata aleatoria, y concluyeron que no. Para un horizonte de hasta 12 meses, la contrastación empírica muestra que la desviación promedio, entre el dato pronosticado y el observado, era mayor en los modelos de tipo de cambio frente a la alternativa de usar el último dato observado, es decir: no hacer nada. De ahí en adelante, se han tratado de refutar estos resultados mediante la implementación de sofisticadas técnicas econométricas, un mejor tratamiento de datos y la interpretación de nuevas relaciones funcionales; no obstante, las conclusiones no difieren mucho frente al trabajo antes descrito. Por ejemplo, Cheung *et. al* (2018) concluyen que los avances recientes, en cuanto a técnicas de estimación, no arrojan mejores pronósticos en comparación a los viejos modelos. Asimismo, los resultados de estos no son significativamente mejores frente a la caminata aleatoria, en promedio.

La contrastación empírica de estas afirmaciones, en su gran mayoría, ha sido realizada para monedas provenientes de mercados líquidos y profundos.

Los avances recientes en cuanto a técnicas de estimación, no arrojan mejores resultados en comparación a los viejos modelos.

Por otro lado, hay trabajos como el de Abarca *et. al* (2007) en el que se evalúa el poder predictivo de una herramienta de análisis técnico ampliamente usada: el Índice de Fuerza Relativa (RSI, por sus siglas en inglés). En este caso, los autores encuentran un poder predictivo superior al de una caminata aleatoria para el tipo de cambio peso chileno-dólar, cuando el horizonte de tiempo no supera las siete semanas. Este resultado es coherente con la percepción generalizada entre operadores del mercado cambiario colombiano, relacionada con que **las órdenes de mercado, la especulación y el trading basado en análisis técnico, son los principales determinantes del tipo de cambio en el corto plazo** (Rojas & Murcia, 2014).

En efecto, estos autores, a través de un modelo de microestructura, constatan la importancia de las órdenes de mercado, y concluyen que la presencia de asimetrías de información y agentes estratégicos, explican la dinámica de las mismas. Este resultado refuerza la percepción de los agentes del mercado, y no riñe con el consenso de que en el mediano y largo plazo priman los factores fundamentales en la evolución del tipo de cambio nominal. Ahora bien, los autores sugieren que estas dinámicas de mercado están condicionadas por el nivel de liquidez y profundidad del mercado, así como por el marco normativo vigente.

La dinámica del mercado cambiario está condicionada al nivel de liquidez, a su profundidad y al marco normativo vigente.

A propósito, cuando se menciona que los fundamentales explican en el mediano y largo plazo el tipo de cambio nominal –por ejemplo, precios del petróleo, primas de riesgo soberano, vulnerabilidad externa, entre otros–, también estamos reconociendo la necesidad de seguir recurriendo a la teoría económica (Gráfico I.1). En ese sentido, las explicaciones tradicionales asociadas a diferenciales de precios y de tasas de interés, siguen siendo utilizadas para tratar de modelar relaciones funcionales. Al respecto, Muñoz y Perfetti (2008) construyen para Colombia una tasa de cambio de equilibrio (BEER, por sus siglas en inglés), donde diferenciales de precios y de tasas de interés son usadas como variables explicativas del tipo de cambio. En este trabajo, el objetivo no es contrastar el poder predictivo de la técnica, sino evaluar que tan desviado se encuentra el tipo de cambio observado de su nivel de equilibrio estimado.

Gráfico I.1. Evolución tipo de cambio colombiano (distintos escenarios)



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

No es significativamente mejor usar modelos de diferenciales de precios y tasas de interés, o de estructura, en la estimación futura del tipo de cambio.

Teniendo en cuenta lo anterior, nuestro aporte a la discusión consiste en contrastar de forma empírica el poder predictivo de los modelos basados en diferenciales de inflación y de tipos de interés, y el de dos modelos multivariados. Asimismo, no consideramos relevante incorporar contrastaciones adicionales sobre nuestro análisis técnico basado en RSI conforme, como mostramos hace un par de meses, tiene poder predictivo para horizontes de tiempo muy concretos (ver “Anexo 2” en [Informe Cambiario – Marzo 20 de 2019](#)). En términos generales, los resultados para el caso colombiano están en línea con los de Messe & Rogoff, en el sentido de que no es significativamente mejor, frente a una caminata aleatoria, usar modelos de diferenciales de precios y tasas de interés, o de estructura, en la estimación futura del tipo de cambio (Cuadro I.1).

Así mismo, se evidenció que los modelos de diferenciales de precios y de tasas de interés tienen un buen poder predictor del tipo de cambio en plazos inferiores a 18 meses, el cual disminuye rápidamente a medida que aumenta el horizonte de proyección. **Este resultado puede ser explicado a partir de la presencia de cambios estructurales en la evolución del tipo de cambio colombiano, dada la materialización de choques exógenos a la economía, tales como la descolgada de los precios del crudo en 2014.** En contraste, los modelos de estructura exhiben mayor estabilidad en cuanto a la bondad de ajuste entre periodos, no obstante, de su limitado poder predictivo.

Al respecto, en el mismo trabajo de Meese & Rogoff se llegan a interesantes conclusiones respecto a las razones por las cuales los modelos de estructura no son significativamente superiores frente a una caminata aleatoria, en cuanto a poder de predicción. En ese sentido, ellos consideran que posibles errores de medición en el muestreo, presencia de choques aleatorios en la realización de las variables, especificación inadecuada de los modelos, entre otros, son elementos que aumentan la variabilidad de los resultados y reducen la confianza sobre las estimaciones.

Los modelos de estructura exhiben mayor estabilidad en cuanto a la bondad de ajuste entre periodos, no obstante, de su limitado poder predictivo.

Considerando escenarios

Una vez hecha la contrastación empírica, resulta válido plantear escenarios futuros para el tipo de cambio. En ese sentido, analizamos las proyecciones de modelos de diferenciales de precios, de tipos de interés y de modelos de estructura con distintas pautas para las variables exógenas. Consideramos oportuno trabajar con un modelo multivariado en el que el tipo de cambio se explica a partir de las siguientes variables: cotización de la referencia Brent de crudo, fortaleza global del dólar medida a través del índice DXY y riesgo país visto a través de los CDS soberanos a 10 años.

Entonces, reconociendo la existencia de un escenario base en el cual el precio del Brent converge hacia 65 dólares por barril (dpb) en los próximos meses, el índice DXY se mantiene en niveles actuales o ligeramente superiores y la prima de riesgo país se mantiene baja y estable, podemos estimar un tipo de cambio cercano a 3,130 pesos por dólar al cierre de 2019. Esta proyección considera tanto los modelos de diferenciales de precios y de tasa de interés, así como un proceso autorregresivo de los residuos del modelo multivariado.

Hemos encontrado que cerca de 300 pesos pueden ser explicados por elementos ajenos al modelo de estructura especificado. Como lo hemos señalado, los efectos de la guerra comercial tienen un efecto palpable sobre la cotización del peso colombiano y, en los meses donde se han intensificado las búsquedas en Internet al respecto, medido a través de *Google Trends*, el tipo de cambio puede aumentar hasta 250 pesos (ver “Prima la Incertidumbre” en [Informe Semanal – Junio 10 de 2019](#)).

Ahora bien, dado que en promedio el signo de nuestro modelo de estructura es consistente con lo esperado, podemos mencionar que considerar un ciclo de precios bajos del petróleo y de mayor fortaleza global del dólar, probablemente repercutan en una devaluación del tipo de cambio (Gráfico I.2). Por el contrario, un relajamiento de las condiciones externas y un aumento en el flujo de divisas, deberían facilitar una corrección del tipo de cambio por debajo de 3,100 pesos.

Al respecto, **debemos considerar que los periodos de importante revaluación del tipo de cambio durante los últimos años, han coincidido con condiciones externas flexibles y fortalecimiento estructural de nuestra economía.** En efecto, la revaluación acontecida entre 2003-2005 fue posible tanto por la reducción de tipos de interés en EEUU –posterior a la denominada crisis de las *dotcom*–, así como por el crecimiento y diversificación de las exportaciones colombianas, por cuenta de la creciente demanda venezolana (Gráficos I.1 – I.3). Así mismo, la revaluación entre 2010 y 2014 fue resultado de la amplia liquidez internacional, un ciclo de precios altos del crudo y el reconocimiento de grado de inversión de la deuda soberana, lo que consolidó un escenario positivo para el ingreso de divisas al país. Así mismo, las mejoras institucionales y los rebalances de portafolio de inversionistas internacionales permitieron un crecimiento de los flujos de los denominados capitales golondrina.

Por lo anterior, lo más probable es que un nuevo episodio de revaluación del tipo de cambio refleje la evolución favorable de los fundamentales –por ejemplo, la reducción de las fuentes de vulnerabilidad tanto fiscales como externas de la economía– y además coincida con unas holgadas condiciones financieras externas. De lo contrario, **el ciclo**

La revaluación vista entre 2010-2014 fue resultado de la amplia liquidez internacional, precios altos del crudo y mejora en la calificación crediticia.

Gráfico I.2 Proyección tipo de cambio (escenarios)

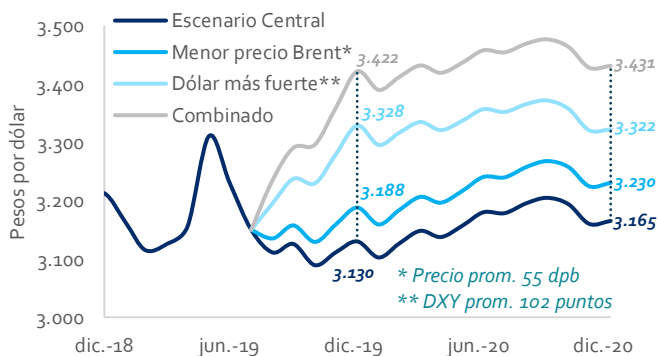


Gráfico I.3 Exportaciones colombianas (promedio anual)



Cálculos: Corficolombiana

Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana

devaluacionista del peso colombiano podría tornarse crónico y, con ello, dificultar el ajuste de las cuentas externas de la economía.

El ciclo devaluacionista del peso podría tornarse crónico y, con ello, dificultar el ajuste de las cuentas externas de la economía.

En particular, el explosivo crecimiento del déficit de Cuenta Corriente desde el segundo semestre de 2018, supone un constante esfuerzo por aumentar los flujos correspondientes a la Cuenta Financiera. En efecto, si bien el crecimiento de 68% de la Inversión Extranjera Directa (IED), en el primer trimestre de 2019 (1T19), fue recibido con beneplácito por las autoridades económicas, la notable ampliación del déficit en Cuenta Corriente desde 3.9% del PIB en 2018 hasta 4.6% del PIB en 1T19, obliga al país a repensar la estrategia para hacer frente a esta marcada vulnerabilidad. Así, **debe seguir siendo una prioridad el aumento de los flujos de divisas mediante la atracción de inversiones y la diversificación de las exportaciones colombianas, lo que necesariamente exige coherencia entre el discurso y la generación de valor agregado** (ver “Presión Externa” en [Informe Semanal – Febrero 11 de 2019](#)).

› Referencias

Abarca, A. et. al. *Tipo de Cambio Nominal Chileno: Predicción en Base a Análisis Técnico*. 2007

Cheung, Y. et.al. *Exchange Rate Prediction Redux: New Models, New Data, New Currencies*. 2018

Meese, R. & Rogoff, K. *Empirical Exchange Rate Models of the Seventies*. 1982

Muñoz, J. & Perfetti, M. *Equilibrio de la Tasa de Cambio Nominal en Colombia y Pronósticos de Tipo de Cambio*. 2008

Murcia, A. & Rojas, D. *Determinantes de la Tasa de Cambio en Colombia: Un Enfoque de Microestructura de Mercados*. 2014

Cuadro I.1. Resultados pruebas econométricas

Bondad de Ajuste ¹	3	6	9	12	15	18	21	24	27	30	33	36	39	42	45	48
DI	92.9%	85.5%	77.0%	68.0%	58.4%	50.7%	43.9%	36.6%	29.9%	24.0%	20.1%	16.3%	13.2%	9.0%	7.8%	4.1%
PP	92.8%	85.6%	77.8%	69.0%	59.3%	51.2%	44.2%	37.0%	30.3%	24.3%	20.6%	17.0%	14.4%	10.5%	8.8%	4.3%
BEER	67.2%	67.7%	68.1%	68.2%	66.0%	61.9%	57.4%	53.8%	51.6%	49.8%	48.4%	47.9%	47.9%	47.9%	48.0%	49.0%
EOLS	83.1%	83.1%	83.0%	82.8%	82.7%	82.4%	82.2%	82.0%	81.8%	81.5%	81.1%	80.5%	79.4%	78.2%	77.0%	76.1%
RW	93.0%	86.1%	78.0%	69.4%	59.7%	52.1%	45.5%	38.1%	31.5%	25.6%	21.6%	17.7%	14.5%	10.2%	8.9%	4.8%

P. Value (Betas)	3	6	9	12	15	18	21	24	27	30	33	36	39	42	45	48
DI	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	1.2%	2.3%	11.4%
PP	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.7%	1.6%	10.3%
BEER ²																
TOT	1.1%	1.5%	4.2%	5.9%	7.1%	8.7%	9.8%	10.4%	10.7%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%
NFA	48.0%	47.8%	44.1%	41.6%	40.4%	39.7%	38.9%	37.8%	37.6%	35.4%	32.8%	34.0%	35.9%	33.3%	28.8%	24.6%
OTR	29.7%	27.5%	30.5%	34.8%	38.2%	39.8%	42.7%	45.1%	45.6%	45.2%	43.1%	38.0%	34.4%	30.1%	27.6%	23.6%
EOLS ³																
Brent	4.1%	2.7%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.2%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	1.8%
DXY	22.7%	22.7%	22.7%	22.4%	21.4%	21.3%	21.2%	21.2%	21.2%	21.2%	21.2%	22.2%	22.3%	22.2%	22.2%	22.2%
CDS	0.5%	0.4%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.5%	1.1%	1.9%
RW	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.8%	1.5%	8.4%

Dif. Medias	3	6	9	12	15	18	21	24	27	30	33	36	39	42	45	48
RW vs. DI																
Z	-1.45	-0.16	0.20	0.27	0.29	0.35	0.44	0.52	0.57	0.65	0.71	0.77	0.89	0.99	1.10	1.13
Prueba t	14.7%	87.4%	84.3%	79.1%	77.6%	72.6%	66.3%	60.7%	57.0%	51.8%	48.0%	44.4%	37.6%	32.2%	27.4%	25.8%
RW vs. PP																
Z	-0.35	0.04	0.17	0.13	0.10	0.07	0.08	0.10	0.12	0.14	0.18	0.22	0.30	0.36	0.39	0.34
Prueba t	72.8%	96.6%	86.6%	89.7%	92.2%	94.2%	93.4%	91.7%	90.8%	89.1%	85.8%	82.5%	76.4%	71.8%	69.5%	73.5%
RW vs. BEER																
Z	-4.96	-5.07	-4.15	-3.54	-2.92	-2.84	-2.96	-3.06	-2.89	-2.86	-2.90	-2.42	-1.78	-0.97	-0.08	0.97
Prueba t	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.5%	0.6%	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	1.8%	7.9%	33.7%	93.7%	33.3%
RW vs. EOLS																
Z	-3.31	-1.83	-0.92	-0.45	0.00	0.32	0.67	0.94	1.14	1.37	1.56	1.78	2.10	2.52	2.89	3.18
Prueba t	0.1%	6.9%	35.7%	65.2%	99.8%	74.7%	50.4%	34.9%	25.8%	17.2%	12.1%	7.7%	3.7%	1.3%	0.4%	0.2%

Dif. Medias CW ⁴	3	6	9	12	15	18	21	24	27	30	33	36	39	42	45	48
RW vs. DI																
Z	-3.67	-1.47	-0.49	-0.14	0.02	0.13	0.23	0.32	0.40	0.50	0.58	0.65	0.79	0.91	1.02	1.06
Prueba t	0.0%	14.2%	62.7%	88.6%	98.8%	89.6%	81.6%	74.6%	68.8%	62.0%	56.6%	51.4%	43.0%	36.5%	30.9%	29.0%
RW vs. PP																
Z	-1.16	-0.37	-0.07	-0.04	-0.03	-0.04	-0.03	0.00	0.02	0.05	0.10	0.15	0.24	0.31	0.36	0.32
Prueba t	24.9%	71.4%	94.1%	96.6%	97.7%	96.9%	97.9%	99.9%	98.0%	95.7%	91.8%	87.7%	81.0%	75.6%	71.9%	74.9%
RW vs. BEER																
Z	-7.31	-8.57	-8.42	-6.55	-5.70	-5.60	-5.50	-5.57	-5.39	-5.05	-4.50	-3.55	-2.60	-1.87	-2.19	-2.60
Prueba t	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.1%	6.5%	3.1%	1.1%
RW vs. EOLS																
Z	-5.66	-4.09	-2.92	-2.18	-1.44	-1.03	-0.87	-0.67	-0.45	-0.14	0.20	0.57	1.03	1.51	1.83	2.01
Prueba t	0.0%	0.0%	0.4%	3.0%	15.3%	30.2%	38.3%	50.2%	65.1%	89.3%	84.2%	57.2%	30.3%	13.4%	6.9%	4.6%

Elaboración: Corficolombiana

1 DI= Diferencia de Tasas de Interés. Se proyecta con tasas forward de mercado; PP = Diferencial de Inflación. Se proyecta mediante la técnica de 'BreakEven Inflation' de los títulos de deuda pública de Colombia y EEUU; RW= Caminata Aleatoria. Para el pronóstico del valor en t+1, se toma exactamente el observado en t; BEER y EOLS, son modelos de estructura con variables exógenas específicas.

2 BEER: Modelo estructural que considera como variables exógenas los términos de intercambio del país (TOT), activos netos externos de la economía (NFA) y apertura comercial (OTR). Pruebas adicionales muestran que al menos dos de estas tres, están cointegradas por lo que se debería considerar un modelo de corrección de errores para su tratamiento.

3 EOLS: Modelo estructura que considera como variables exógenas el precio internacional de la referencia Brent (Brent), una proxy de la fortaleza global del dólar (DXY) y un indicador de riesgo de la economía (CDS 10 años). En términos generales, este modelo parece ofrecer un mejor desempeño frente a BEER.

4 Para analizar la significancia estadística de los pronósticos de cada modelo, se optó por comparar los Errores Cuadráticos Medios (ECM) de cada modelo frente a una Caminata Aleatoria (RW). La hipótesis nula tanto en la versión original, como la ajustada por Clark-West (CW), es que no hay diferencia en medias; cuando se rechaza la hipótesis nula y el signo del estadístico Z es negativo, se asimila que RW es mejor que el modelo en comparación.

II. Peso colombiano (COP)

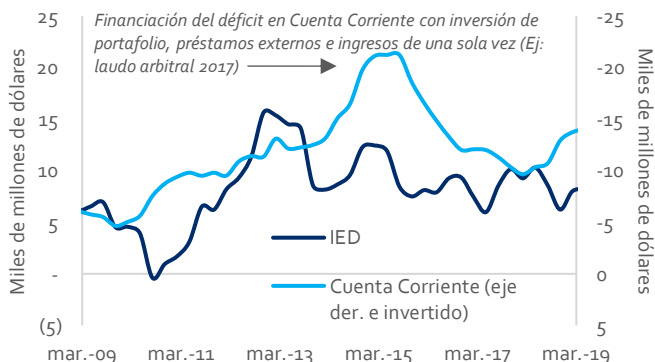
- En el corto plazo, nuestra proyección de tipo de cambio se ubica cerca de 3,200 pesos. Nuestro indicador RSI señala una tendencia bajista del tipo de cambio (Gráfico II.1), explicada en parte por la suspensión del programa de compras de BanRep.
- Desde un punto de vista fundamental, el peso colombiano probablemente retomará la correlación con los precios del petróleo, de no presentarse nuevos choques de volatilidad por cuenta de la guerra comercial o una postura menos concisa de la Fed. Las proyecciones más recientes muestran un equilibrio entre oferta y demanda para el mercado de petróleo, pese a la expectativa de choques de oferta por un escalamiento del conflicto entre EEUU e Irán (Gráfico II.2).
- En contraste, el crecimiento del déficit en Cuenta Corriente (CC) desde 3.9% del PIB en 2018 hasta 4.6% del PIB en 1T19, sigue siendo la mayor fuente de vulnerabilidad de la economía colombiana a choques externos (Gráfico II.3). Aunque el mayor desbalance se explica principalmente por las importaciones de bienes de capital (formación bruta de capital fijo) (Gráfico II.4), promocionar y diversificar las exportaciones es clave para reducir el déficit en CC sin tener que realizar un ajuste de la demanda interna que afecte el crecimiento económico.

Gráfico II.1 Indicador de Fuerza Relativa (RSI) USDCOP



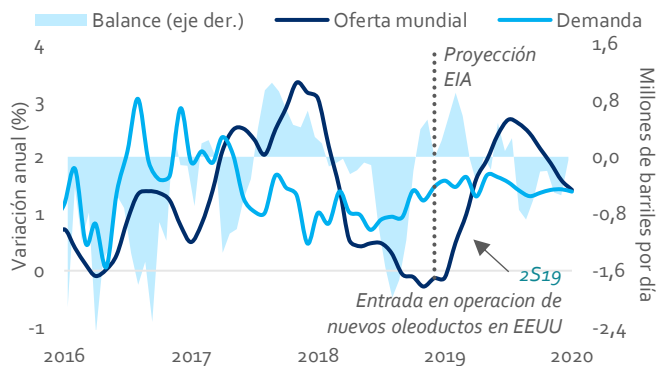
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico II.3 Cuenta Corriente e IED (acumulado anual)



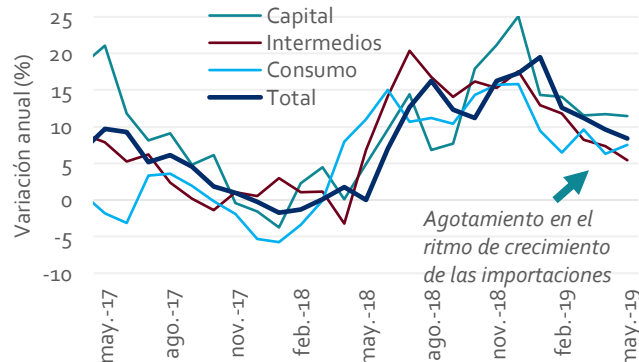
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico II.2 Balance oferta-demanda de crudo



Fuente: EIA-Short Term Energy Outlook. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico II.4 Importaciones por tipo de bien (trimestre móvil)

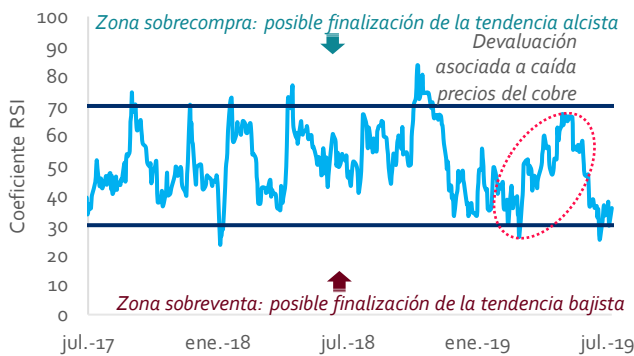


Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana

III. Sol peruano (PEN)

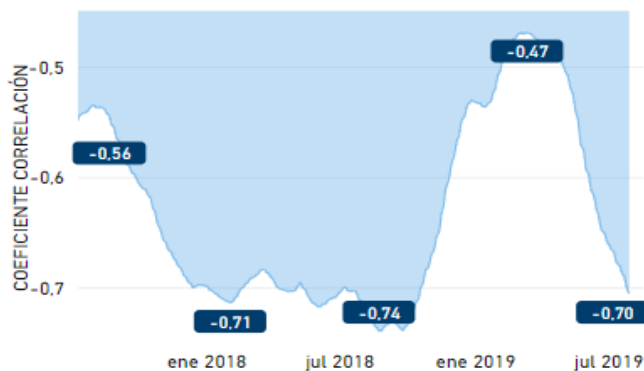
- Al 29 de julio, la divisa se ha revaluado cerca de 2% (año corrido). En ese sentido, nuestro indicador RSI (Gráfico III.5), así como nuestro análisis fundamental, señala una posible corrección al alza desde el 3.30 hasta 3.33 soles, en el corto plazo.
- La guerra comercial es la principal amenaza sobre la economía y la divisa. Una ralentización del crecimiento global, y en particular de China, impactará el mercado mundial de cobre y, con ello, podría deteriorar los términos de intercambio de este país (Gráficos III.6 y III.7). En ese sentido, consideramos positivos los esfuerzos por continuar diversificando las exportaciones, algo que ya se refleja en un superávit comercial de 1,486 millones de dólares a abril y reduce presión sobre su Cuenta Corriente –según LatinFocus, hay una expectativa de déficit de 1.6% del PIB en 2019–.
- El Banco Central de la República del Perú (BCRP) mantiene en 2.75% su tasa de intervención, en línea con las expectativas del mercado. Esta decisión se sustenta en una inflación baja –2.48% anual (a/a) a diciembre 2019–, riesgos sobre la economía local por cuenta del difícil panorama externo –expectativa de crecimiento entre 3.8% y 4% para 2019–, así como niveles de riesgo país, medido a través de los CDS, en mínimos del año, lo que a la postre reduce presión sobre el sol (Gráfico III.8).

Gráfico III.5 Indicador de Fuerza Relativa (RSI) USDPEN



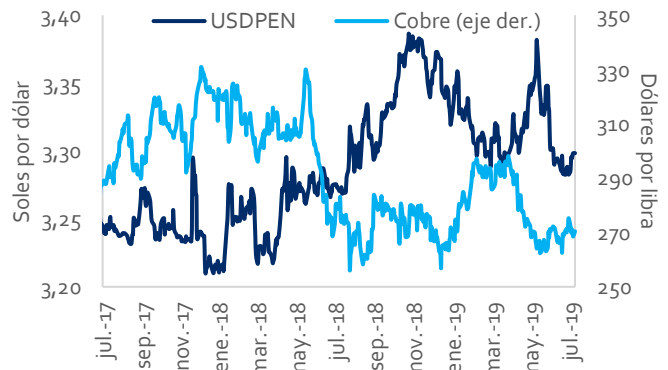
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico III.7 Correlación a 2 años de USDPEN y Cobre



Cálculos: Corficolombiana

Gráfico III.6 Evolución USDPEN vs. Cobre



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico III.8 Correlación promedio USDPEN y CDS 5 años

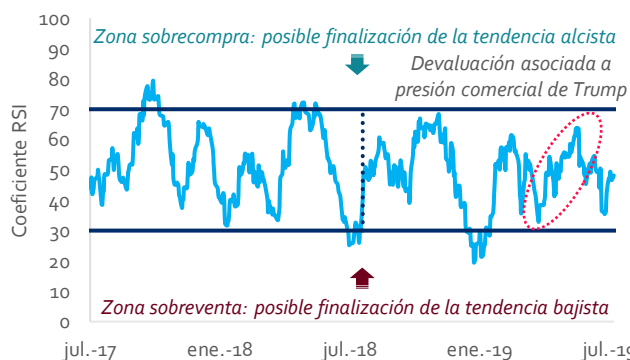


Cálculos: Corficolombiana

IV. Peso mexicano (MXN)

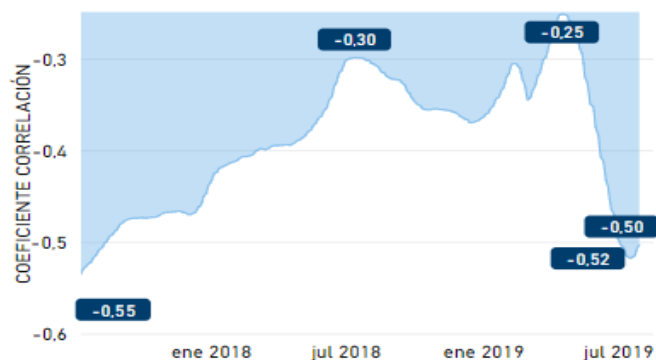
- En lo corrido del año hasta el 29 de julio, la divisa se ha revaluado cerca de 3%. Nuestro indicador RSI (Gráfico IV.9), así como nuestro análisis fundamental, señala una posible convergencia desde el 19.08 hasta 19.1 pesos, en el corto plazo.
- La amenaza de Trump de imponer aranceles a las importaciones de bienes mexicanos presionó la divisa y elevó las primas de riesgo del país, a finales de mayo (Gráficos IV.10 y IV.12). La reducción de la calificación crediticia del país desde BBB+ a BBB, por parte de Fitch, pareció ya haber sido incorporado por los inversionistas, dado la escasa reacción del peso.
- El Banco de México (Banxico) mantiene su tasa de interés inalterada en 8.25%, a pesar de la expectativa de convergencia de la inflación al rango meta a finales de 2019, hacia niveles del 3.9%. Por el momento, esta postura favorece la cotización de la moneda dado el interés que despierta entre inversionistas una tasa de interés por encima de los pares de la Alianza del Pacífico, así como Brasil. Dentro de los elementos que probablemente resten tracción al peso, consideramos la menor actividad del sector privado (Gráfico IV.11), que se materializaría en una desaceleración del crecimiento económico desde 2% en 2018 hasta 1.7% este año, explicado principalmente por la contracción del componente de inversión.

Gráfico IV.9 Indicador de Fuerza Relativa (RSI) USDMXN



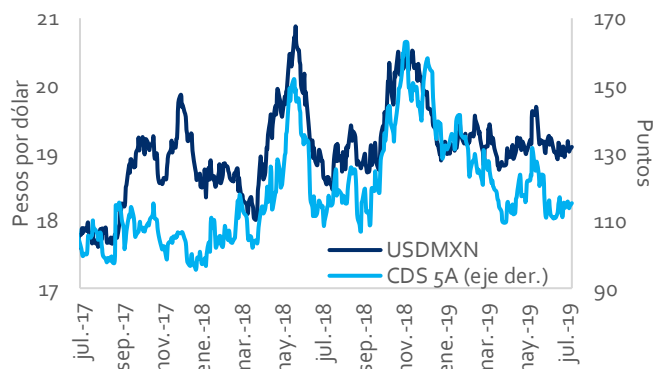
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico IV.11 Correlación a 2 años de USDMXN y PMI



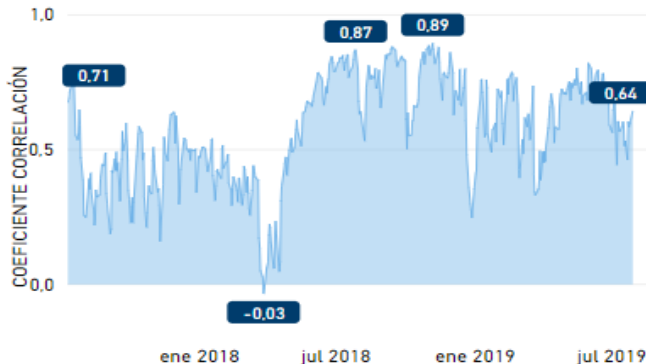
Cálculos: Corficolombiana

Gráfico IV.10 Evolución USDMXN vs. CDS 5 años



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico IV.12 Correlación promedio USDMXN y CDS 5 años



Cálculos: Corficolombiana

V. Real brasileño (BRL)

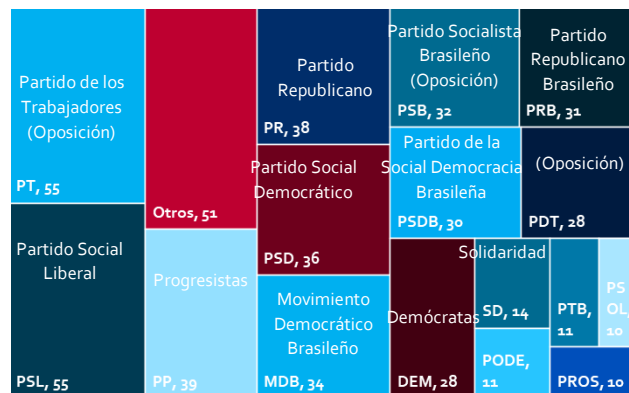
- A pesar de la revaluación año corrido de 2%, tenemos un leve sesgo devaluacionista basado en el indicador RSI y prevemos que el tipo de cambio oscilará alrededor de 3.83 reales durante las próximas semanas (Gráfico V. 15). Lo anterior explicado por un lánguido crecimiento económico, en medio de un entorno desafiante tanto a nivel interno como externo.
- El deterioro del panorama económico se evidencia en la debilidad del mercado laboral –tasa de desempleo en 12.3% en junio–, la desaceleración de la actividad manufacturera –de enero a mayo el sector fabril se contrajo 0.7% anual–, la alta polarización y los bajos niveles de aprobación del Presidente Bolsonaro (Gráfico V.13). Como consecuencia, el Banco Central de Brasil redujo su perspectiva de crecimiento para 2019 desde 1.13% a 1.0%, y para 2020 desde 2.50% a 2.23%.
- La reforma pensional –crucial para equilibrar el déficit fiscal primario (1.57% del PIB en 2018) dado el peso de ese rubro en el gasto corriente– no ha contado con el apoyo suficiente de un Congreso que está fragmentado (Gráfico V. 14). La reforma propuesta establece una edad jubilatoria mínima de 62 años para las mujeres y de 65 años para los hombres –actualmente no hay edad mínima– y exige 40 años de contribución para acceder a una pensión completa (actualmente 35).
- Pese a que Brasil tiene bajos niveles de déficit en Cuenta Corriente –estimación de 1.2% del PIB para 2019– y una tendencia saludable de recepción de flujos de Inversión Extranjera Directa –crecimiento del 25% en 2018–, hay una creciente incertidumbre en el mercado dadas las tensiones comerciales entre EEUU y China, y lo que esto significaría en las exportaciones de Brasil –el 27% de sus ventas externas son a China–.

Gráfico V. 13 Indicador de Fuerza Relativa (RSI) USDBRL



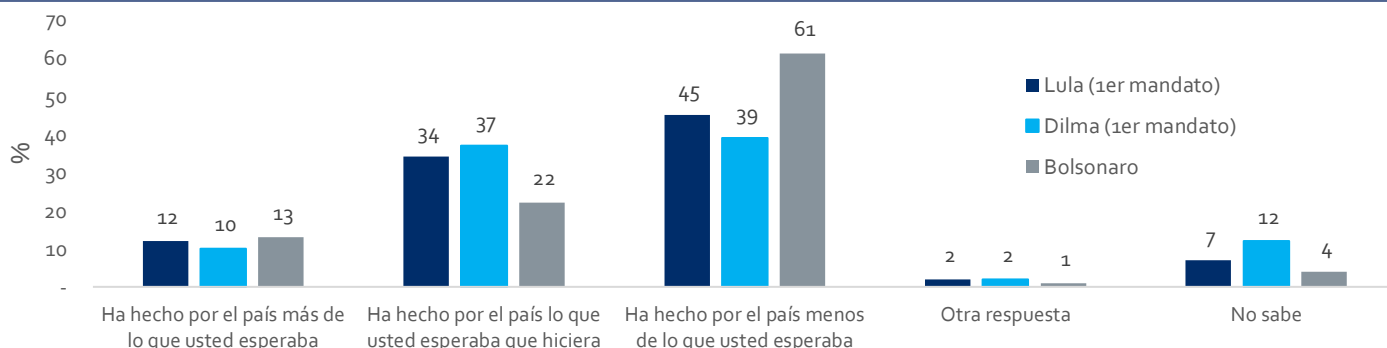
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico V.14 Composición de la Cámara de Diputados



Fuente: Câmara dos Deputados

Gráfico V.15 Opinión sobre lo que el Presidente hizo por el país en los primeros tres meses de mandato

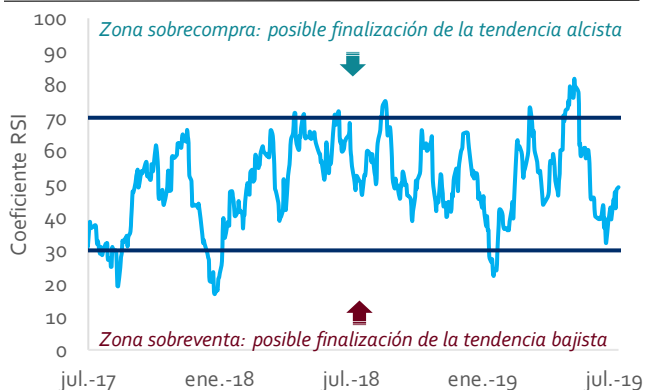


Fuente: Datafolha

VI. Peso chileno (CLP)

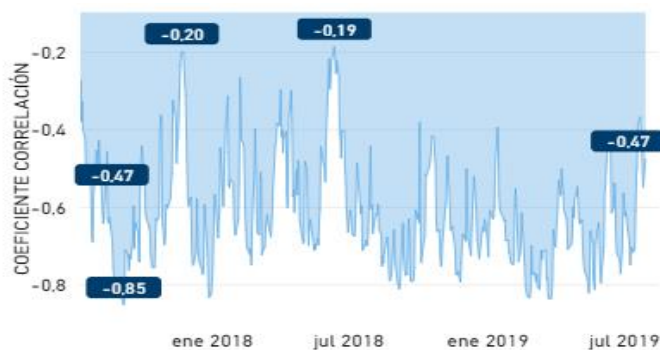
- Vemos factible que, durante las próximas semanas, de acuerdo a nuestro indicador RSI (Gráfica VI. 16), el tipo de cambio se ubique en niveles cercanos a los 690 pesos. Eventuales presiones alcistas sobre el tipo de cambio podrían provenir de una caída en los precios del cobre, por cuenta de una menor demanda de China.
- Las tensiones comerciales entre EEUU y China continúan amenazando los mercados de materias primas. Lo cual, probablemente afectará a la economía chilena, por cuenta de que este país es el principal exportador de cobre y China el principal comprador – 51% de las exportaciones de Chile al país asiático corresponden a cobre y sus manufacturas– (Gráficas VI.17 y VI.19).
- No obstante, el precio del cobre se ha recuperado (270 dólares por libra), después de verse afectado por las tensiones comerciales de EEUU con China; explicado en gran medida por el temor de los inversionistas a posibles choques en la oferta por la huelga en la mina chilena Chuquicamata. Esto, podría soportar la cotización del peso chileno ante la volatilidad del mercado externo (Gráfico VI.18).
- Según la encuesta de expectativas del Banco Central de Chile (BCCh), el pronóstico de crecimiento se redujo a 2.9% desde 3.2% para 2019 y a 3.3% desde 3.4% para 2020. Lo anterior, dado que las lecturas de la actividad económica han estado por debajo de las expectativas en los últimos meses. Sumado a esto, el BCCh redujo en junio de manera unánime la tasa de interés de referencia en 50 pbs a 2.5%, sorprendiendo al mercado, que no esperaba movimientos. Lo anterior estuvo explicado por el aumento de la brecha del producto, asociado al efecto de la migración venezolana sobre el PIB potencial.

Gráfico VI. 16 Indicador de Fuerza Relativa USDCLP



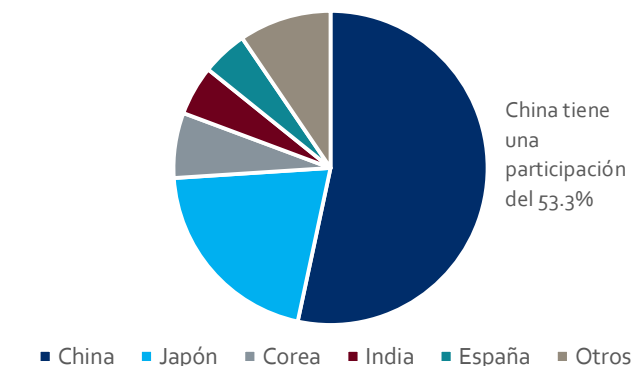
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico VI.18 Correlación promedio de USDCLP y Cobre



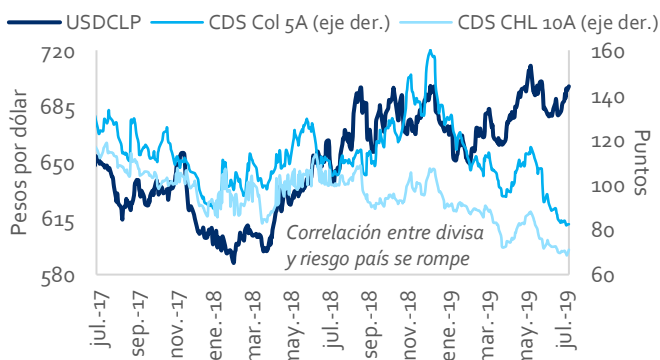
Cálculos: Corficolombiana

Gráfico VI. 17 Principales importadores bienes de Chile



Fuente: Trade Map

Gráfico VI.19 Evolución USCLP vs. CDS

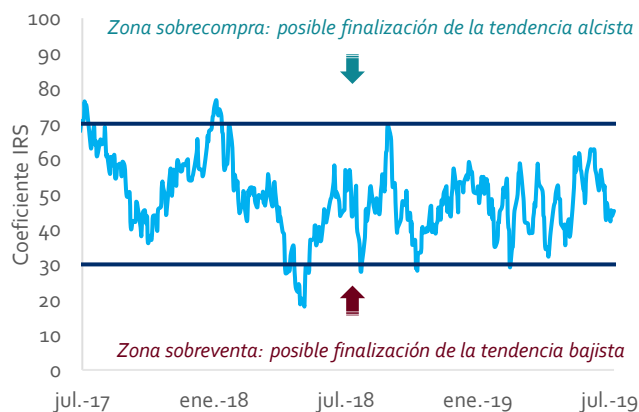


Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana

VII. Euro (EUR)

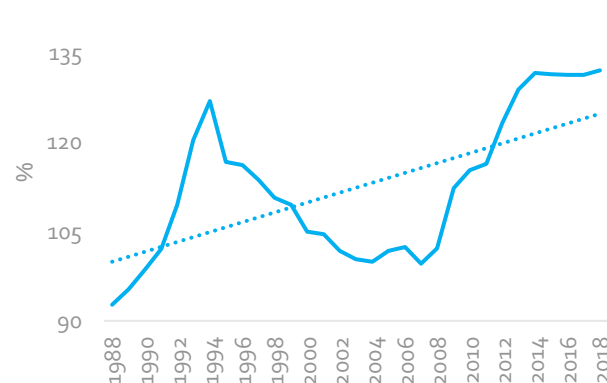
- Esperamos un tipo de cambio alrededor de 1.12 dólares por euro durante las próximas semanas (Gráficos VII. 20 y VII.22), con un leve sesgo devaluacionista. Esto, por cuenta de la extensión del estímulo monetario sobre la economía, una eventual guerra comercial con EEUU que podría impactar el sector automotriz alemán y francés, y una marcada desaceleración económica. En efecto, las tensiones comerciales entre EEUU y China podrían afectar de manera importante a varios países europeos, cuya vocación es principalmente exportadora (Gráfico VII. 23).
- Con una deuda del 132.2% del PIB en 2018 (Gráfico VII.21), un claro deterioro en la actividad económica, y el creciente populismo, Italia debe reducir su nivel de endeudamiento este año, con el objetivo de acatar las reglas estipuladas por la Unión Europea, porque de lo contrario sería sancionada con cerca de 3.5 mil millones de euros (aproximadamente 0.2% del PIB). Sumado al posible efecto sistémico que podría representar para los países tenedores de bonos italianos.
- Mario Draghi, Presidente del Banco Central Europeo (BCE) viene señalando que, ante la ausencia de mejoras en los datos y perspectivas sobre el crecimiento y la inflación de la Eurozona, es posible que se requieran estímulos adicionales para la economía. Lo anterior es confirmado por los débiles datos de actividad económica, que muestran una contracción por quinto mes consecutivo del PMI manufacturero para julio, luego de ubicarse en 46.4 puntos. Por otro lado, el PMI compuesto que, aunque se ubica en zona de expansión, no crece lo suficiente: en efecto, para el mismo mes este se ubicó en 51.5 puntos, menor en 0.7 puntos frente al mes anterior. Estos datos sugieren un marcado desequilibrio en el crecimiento de la región conforme los servicios se mantienen en terreno expansivo, pero sigue en terreno negativo la actividad manufacturera.

Gráfico VII. 20 Indicador de Fuerza Relativa (RSI) EURUSD



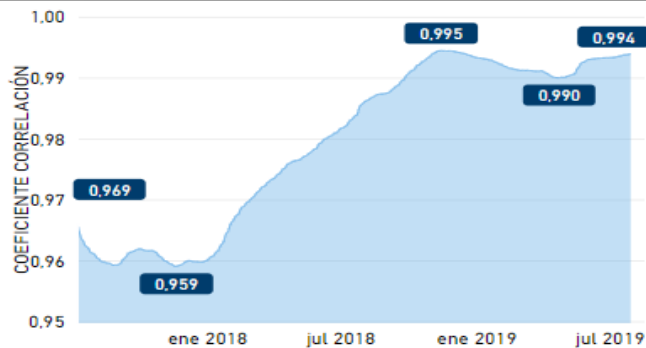
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico VII.21 Evolución de la deuda de Italia como porcentaje del PIB



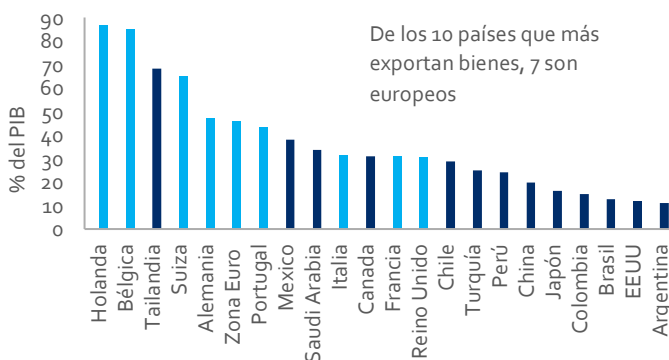
Fuente: Comisión Europea y Eurostat

Gráfico VII.22 Correlación a 2 años de USDEUR y DXY



Cálculos: Corficolombiana

Gráfico VII.23 Importancia de las exportaciones



Fuente: Banco Mundial