

Perspectiva Semanal del Mercado Cambiario

Del 26 al 30 de enero de 2026

Investigaciones Económicas | Acciones & Valores

Resumen

- **USD global:** El dólar conserva soporte estructural por tasas, pero sin repricing del corto plazo ni repunte de volatilidad, su rol esta semana es acotar escenarios más que liderar movimientos en FX.
- **Japón y EM/LatAm:** La mayor volatilidad del yen actúa como amplificador del riesgo de carry, elevando la sensibilidad de las monedas emergentes aún en un contexto de dólar global lateral.
- **USD/COP:** El USD/COP se sostiene por un carry aún elevado, pero con una asimetría creciente: la sensibilidad al canal regional de carry y a la volatilidad limita el espacio para apreciaciones adicionales y eleva el riesgo de correcciones tácticas.

1. USD global: tasas como ancla, pero con convicción limitada

El dólar inicia la semana en torno a 97, profundizando la caída de la semana previa y alejándose de los máximos recientes. En los últimos diez días, el índice acumula una caída cercana a 2%, pesa que el soporte proveniente del mercado de tasas en EE.UU. se ha mantenido relativamente estable. Esta divergencia refuerza la lectura de que, si bien el dólar conserva un ancla estructural en los diferenciales de tasas, su sensibilidad marginal a este canal se ha reducido en el corto plazo, limitando la probabilidad de movimientos direccionales amplios. Desde el frente de tasas, el mercado llega a la decisión de la Fed con el tramo corto de la curva ampliamente internalizado. El rendimiento del UST 2Y se sitúa en 3.60%, prácticamente sin cambios frente a la semana anterior, mientras que el UST 10Y desciende levemente hasta 4.21%, reflejando una moderación en la prima de plazo. En conjunto, la dinámica de la curva sugiere que el pricing del ciclo de tasas no está siendo reconfigurado de forma agresiva, sino ajustado de manera marginal ante un entorno de menor convicción direccional. En este contexto, la decisión de la Fed aparece menos como un catalizador de nivel y más como un evento de validación del sendero implícito, donde el riesgo se concentra en el tono y no en el movimiento de la tasa.

Este comportamiento se ve reforzado por el entorno de volatilidad. El VIX se mantiene en torno a 16 puntos, un nivel consistente con ausencia de estrés financiero y con una demanda limitada por protección. La estabilidad de la volatilidad, incluso en presencia de ruido político y geopolítico, sugiere que el mercado continúa operando bajo un régimen de absorción de choques, sin necesidad de ajustes abruptos de posicionamiento. En este marco, el dólar no actúa como refugio en sentido clásico, pero tampoco como activo de riesgo: opera, más bien, como un ancla que acota escenarios extremos. La narrativa reciente en torno al llamado "Sell America trade" debe leerse bajo esta óptica. Si bien la corrección simultánea observada en algunos episodios entre dólar, acciones y bonos ha reavivado el debate sobre una prima de riesgo asociada a factores políticos e institucionales, la evidencia de mercado sugiere que este canal no se ha traducido en una dislocación persistente. De hecho, el S&P 500 avanza cerca de 2% en la última semana, lo que indica que, por ahora, el ajuste del dólar responde más a una toma de utilidades y a un reequilibrio táctico que a una salida estructural de activos estadounidenses.

En síntesis, el régimen externo sigue caracterizado por un dólar con soporte macro por tasas, pero sin tracción direccional de corto plazo, en un entorno de volatilidad contenida. Para el mercado cambiario este marco no actúa como motor de apreciación o depreciación, sino como un contexto que delimita los rangos y deja espacio para que los flujos y factores idiosincráticos lideren la dinámica semanal.

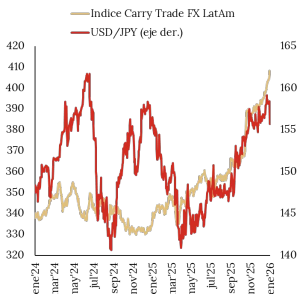
2. Japón: el yen como amplificador de riesgo para EM y LatAm

El mercado japonés se mantiene como un factor de segundo orden, pero con una virtud clave para el análisis cambiario: su capacidad de amplificar episodios de volatilidad y de ajuste de posicionamiento en estrategias de carry global. En la práctica, Japón no compete con la narrativa del USD, pero sí puede acelerar correcciones tácticas en monedas emergentes cuando el yen deja de comportarse como moneda de funding "silenciosa" y empieza a transmitir estrés a través de movimientos más amplios o más volátiles en el USD/JPY.

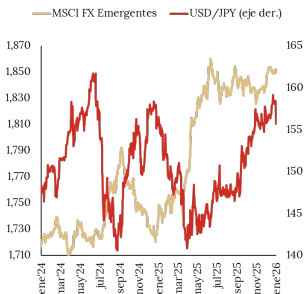
La evidencia cuantitativa reciente respalda que este canal es particularmente relevante para LatAm. En las últimas semanas, la relación entre el yen y el desempeño del carry regional se ha estrechado: la correlación móvil de 20 días entre los retornos diarios del USD/JPY y el índice de carry trade de FX LatAm (Gráfica 1) se ubica alrededor de 0.40, mientras que en una ventana de 60 días se mantiene en terreno positivo (≈ 0.18). Esto sugiere que, en el margen, el mercado está operando con un régimen en el que un yen más débil (USD/JPY al alza) coincide con un mejor desempeño del carry regional, elevando la sensibilidad de LatAm a eventuales episodios de fortalecimiento del yen o de repunte en su volatilidad. Esta lectura también se observa en medidas de sensibilidad: una estimación rolling de 60 días indica que un movimiento de 1% en USD/JPY se asocia con un cambio de aproximadamente 0.25% en el índice de carry trade LatAm ($\beta \approx 0.25$), mientras que el impacto sobre un proxy más amplio de FX emergente (Gráfica 2) es menor ($\beta \approx 0.05$). En otras palabras, el yen no necesariamente mueve todo EM FX con la misma intensidad, pero sí afecta de forma más directa el segmento donde el posicionamiento de carry es estructuralmente más relevante, que en esta coyuntura es LatAm.

En el muy corto plazo, el comportamiento reciente es consistente con ese patrón: en la última semana, el USD/JPY avanzó $\sim 0.18\%$, mientras el índice de carry LatAm subió $\sim 1.28\%$ y el MSCI EM FX apenas $\sim 0.20\%$. Este diferencial refuerza la interpretación de que el canal japonés opera principalmente como condicionante del apetito por carry, más que como un driver direccional del bloque EM en general. Así, el riesgo relevante hacia adelante es un escenario donde el yen deje de amortiguar y empiece a disparar ajustes de carry: en ese caso, la transmisión tendería a sentirse primero en LatAm incluso si el dólar global continúa sin tracción direccional marcada. En síntesis, Japón entra en el marco semanal como un amplificador cuantificable: un yen más volátil o con episodios de fortalecimiento aumentan la probabilidad de tomas de utilidad en carry y elevan la prima exigida por riesgo en LatAm FX. Esto no redefine el régimen base, pero reduce el margen de estabilidad del equilibrio actual y vuelve más sensible al bloque regional a shocks que, en apariencia, podrían no provenir directamente del DXU.

Gráfica 1: USD/JPY como termómetro del carry en LatAm



Gráfica 2: El yen y el bloque EM: impacto selectivo



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas

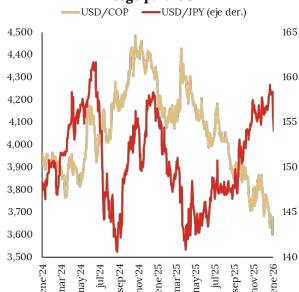
3. USD/COP: carry como ancla, pero con asimetría creciente en niveles exigentes

El USD/COP entra a la semana en un régimen donde el precio luce más acotado por evento que por tendencia, pero con volatilidad elevada en el margen. En la semana más reciente, el par osciló entre COP\$3,590 y COP\$3,705, equivalente a un rango de COP\$114.8 o ~3.1% del nivel de cierre. En paralelo, la volatilidad realizada anualizada se ubica en ~17.4% (20d) y ~14.9% (60d), con la vol 20d alrededor del percentil 80 de la muestra histórica disponible; es decir, el mercado está operando con una prima de incertidumbre relativamente alta para el nivel de spot.

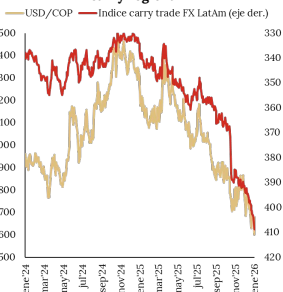
En términos de drivers, el canal externo relevante para el USD/COP en esta ventana reciente no está siendo el DXY, sino el canal regional de carry/posicionamiento (Gráfica 3 y 4). En una ventana móvil de 60 días, la sensibilidad del USD/COP al DXY es baja y no significativa ($\beta \approx +0.19$), consistente con un dólar global que hoy funciona más como marco que como catalizador directo del par. En contraste, el vínculo con el índice de carry trade LatAm es robusto: en 60 días, ($\beta \approx -0.66$), y en 20 días se intensifica a ≈ -1.96 . Esto sugiere que cuando mejora el desempeño del carry regional, el USD/COP tiende a bajar y que este canal ha ganado tracción en el margen. El yen entra como amplificador de segundo orden: el vínculo directo USD/COP-USD/JPY es negativo pero más débil (β 60d ≈ -0.32), mientras que la transmisión "vía carry" implica una sensibilidad indirecta aproximada de -0.13 (60d) a -0.33 (20d) en USD/COP por cada +1% en USD/JPY, aunque con menor robustez estadística por la fragilidad del eslabón carry-USD/JPY. En suma: el balance de riesgos externos para el COP hoy pasa menos por DXY y más por volatilidad/carry.

El ancla fundamental local sigue siendo el carry ex-ante, que permanece alto, aunque no necesariamente el más atractivo en términos ajustados por riesgo (Gráfica 5 y 6). La tasa del BanRep se ubica en 9.25%, mientras el tramo corto en dólares (OIS 3M) está alrededor de 3.63%, dejando un diferencial nominal de ~562 pbs. Con COP OIS 1M (~9.17%) el diferencial frente a USD OIS 3M es similar (~553 pbs). En el ranking regional ajustado por volatilidad a 1 mes, el COP se mantiene competitivo (-0.616) y supera a MXN (-0.424) y CLP (-0.026), aunque queda por debajo de BRL (-0.992). Esta lectura es importante: el soporte por carry existe y sigue siendo elevado, pero el "colchón" efectivo depende del riesgo (volatilidad) y del posicionamiento regional; por eso, en niveles de mayor apreciación del COP, la asimetría se incrementa: el mercado exige señales más claras para sostener continuidad y castiga más rápido cualquier deterioro en el carry/riesgo.

Gráfica 3: USD/JPY como termómetro de riesgo para COP



Gráfica 4: USD/COP bajo el régimen de carry regional



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas

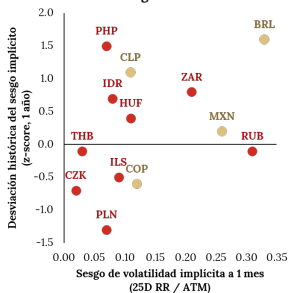
3. USD/COP: carry como ancla, pero con asimetría creciente en niveles exigentes

Con la reunión del BanRep, el mercado enfrenta un test de ese ancla. El escenario base es un aumento de 50 pbs, mientras que 25 pbs y mantener son alternativas de menor probabilidad. La traducción inmediata al carry ex-ante es directa: con +50 pb, la tasa de política iría a 9.75% y el diferencial frente a USD OIS 3M se ampliaría hacia -612 pbs; con +25 pbs sería -587 pbs; y con mantener se preservaría cerca de -562 pbs. Lo que importa para FX no es solo el nivel, sino la reacción del canal carry: dado que el USD/COP muestra una sensibilidad elevada al índice de carry LatAm, un resultado que refuerce el atractivo relativo del COP (base +50 pbs, o +25 pbs con tono restrictivo) debería sostener el sesgo de estabilidad/apreciación táctica, especialmente si el entorno externo sigue sin tracción direccional en el DXY. En cambio, un escenario de mantener —o uno que el mercado interprete como menos hawkish de lo esperado— aumenta el riesgo de corrección táctica porque comprime el diferencial relativo en el margen y puede activar toma de utilidades en un COP ya apreciado, particularmente si se combina con episodios de mayor volatilidad global/yen.

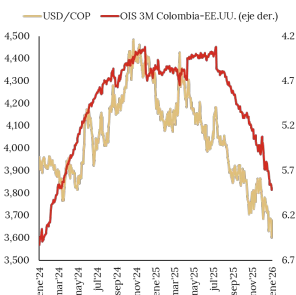
Más allá del frente financiero, el frente real cobra relevancia esta semana tras la imposición de aranceles por parte de Ecuador a importaciones provenientes de Colombia, en un momento en el que el peso opera en niveles apreciados. Ecuador representa cerca del 3.7–3.9% de las exportaciones totales de Colombia (≈USD 1.7–1.9bn anuales), por lo que, bajo supuestos conservadores, una reducción de 10–20% en los envíos hacia ese mercado implicaría un impacto directo de ~0.4–0.8% sobre el total exportado. Si bien esta magnitud no es suficiente para alterar por sí sola la dinámica del USD/COP, si incrementa la sensibilidad del sector exportador al nivel de la tasa de cambio y refuerza la idea de que la apreciación del COP enfrenta límites estructurales, especialmente cuando choques comerciales comienzan a ser internalizados por el sector real.

Con esto en cuenta, el USD/COP entra a la semana con un soporte claro por carry y con un entorno externo donde el DXY no está siendo el driver estadístico dominante en la ventana reciente. Sin embargo, la evidencia cuantitativa muestra que el par está más expuesto al canal regional de carry/posicionamiento y, por extensión, a episodios de volatilidad asociados al yen. En este marco, la decisión de BanRep no solo define el nivel de tasas, sino la capacidad del COP para mantener el “colchón” de carry en una fase donde la volatilidad ya es elevada y donde el frente real comienza a volverse más visible como límite estructural. La asimetría de riesgos es clara: el espacio para apreciaciones adicionales luce más acotado, mientras que la probabilidad de correcciones tácticas aumenta si el mercado percibe un debilitamiento del ancla de carry o un repunte de la volatilidad global. Así, anticipamos un rango de negociación entre COP\$3,630 y COP\$3,720, con posibles extensiones hacia COP\$3,590 y COP\$3,770 por dólar.

Gráfica 5: Sesgo de volatilidad en emergentes



Gráfica 6: Carry ex-ante Colombia vs EE.UU.



Fuente: Bloomberg - Investigaciones Económicas

