

INFORME ESPECIAL: EXPECTATIVA DECISIÓN DE BANREP

Aumento de 150 básicos en tasa BanRep: El valor de actuar

- Las decisiones de política monetaria que tomará BanRep este viernes serán cruciales en el actual contexto. Las condiciones financieras en Colombia han cambiado bastante desde la reunión de hace un mes –cuando la Junta decidió por mayoría de 6 contra 1 aumentar en 100 puntos básicos (pbs) la tasa de referencia, a 10%– y ameritan una respuesta decidida.
- La depreciación del peso colombiano y la desvalorización de los títulos de deuda pública (TES) registradas durante las últimas semanas reflejan la incertidumbre en la que operan los mercados financieros locales. Esto en medio de un fuerte choque inflacionario local y en un contexto internacional complejo, donde el aumento de tasas de la Reserva Federal de EE.UU. y los temores de recesión global presionan la salida de capitales de países emergentes.
- La reunión de esta semana es una oportunidad para que BanRep tome varias decisiones que transmitan un mensaje que ayude a anclar las expectativas de inflación y a reducir la incertidumbre imperante en el mercado local.
- Con base en estos elementos, estimamos que BanRep debería anunciar las siguientes medidas de política:
 - i) Aumentar en 150 pbs la tasa de interés, a 11,5% y dar una guía sobre las decisiones futuras, indicando que la tasa de interés seguirá subiendo si la inflación y las expectativas no ceden.
 - ii) Anunciar la intervención en el mercado cambiario a través de subastas de opciones para controlar la volatilidad de la tasa de cambio, sin el propósito de desacumular reservas internacionales.
 - iii) Hacer de la próxima reunión de noviembre una de naturaleza decisoria en materia de tasas de interés.

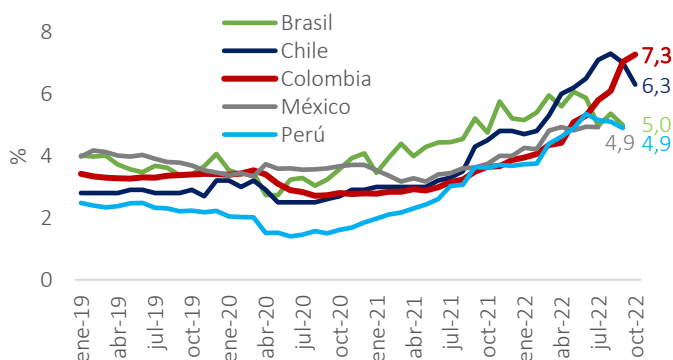
Aumento de 150 básicos: el valor de actuar

- Las decisiones de política monetaria que tomará BanRep este viernes serán cruciales en el actual contexto. Las condiciones financieras en Colombia han cambiado bastante desde la reunión de hace un mes –cuando la Junta decidió por mayoría de 6 contra 1 aumentar en 100 puntos básicos (pbs) la tasa de referencia, a 10%– y ameritan una respuesta decidida.
- La depreciación del peso colombiano y la desvalorización de los títulos de deuda pública (TES) registradas durante las últimas semanas reflejan la incertidumbre en la que operan los mercados financieros locales. Esto en medio de un fuerte choque inflacionario local y en un contexto internacional complejo, donde el aumento de tasas de la Reserva Federal de EE. UU. y los temores de recesión global presionan la salida de capitales de países emergentes.
- La reunión de esta semana es una oportunidad para que BanRep tome varias decisiones que transmitan un mensaje que ayude a anclar las expectativas de inflación y a reducir la incertidumbre imperante en el mercado local. Con base en estos elementos, estimamos que el Banrep debería anunciar las siguientes medidas de política:
 - Aumentar en 150 pbs la tasa de interés, a 11,5% y dar una guía sobre las decisiones futuras, indicando la tasa de interés seguirá subiendo si la inflación y las expectativas no ceden.
 - Anunciar la intervención en el mercado cambiario a través de subastas de opciones para controlar la volatilidad de la tasa de cambio, sin el propósito de desacumular reservas internacionales.
 - Hacer de la reunión de noviembre una de naturaleza decisoria en materia de tasas de interés.

Nueva sorpresa inflacionaria aleja las expectativas de la meta

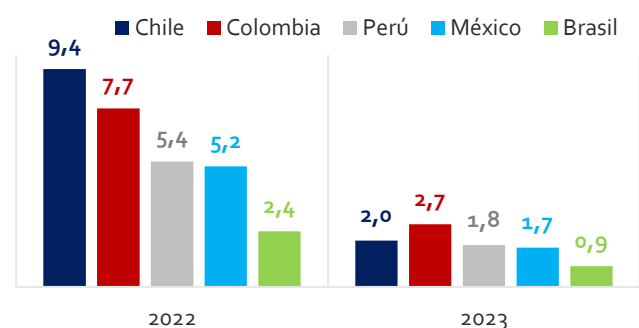
La inflación en Colombia sorprendió al alza en septiembre y alcanzó un nuevo máximo de 23 años, al situarse en 11,4% anual. Entre tanto, el promedio de las medidas de inflación básica ascendió a 8,6% anual, el mayor nivel desde que se tiene registro (al menos 22 años), lo cual evidencia presiones considerables provenientes de la demanda. Nuestro escenario base contempla que el pico de inflación ocurra en octubre, llegando a 12,1%, y que a partir de noviembre empiece a moderarse gradualmente. Sin embargo,

Gráfico 1. Expectativas de inflación a 12 meses



Fuente: Encuestas de bancos centrales a analistas

Gráfico 2. Diferencia entre inflación esperada e inflación objetivo (puntos porcentuales)



Fuente: LatinFocus - octubre 0222. Cálculos Corficolombiana

se están materializando riesgos al alza que pueden postergar el cambio de tendencia de la inflación y generar un mayor desanclaje de las expectativas (ver “¿Llegando a la cumbre?” en [Monitor de inflación – Octubre 7 de 2022](#)).

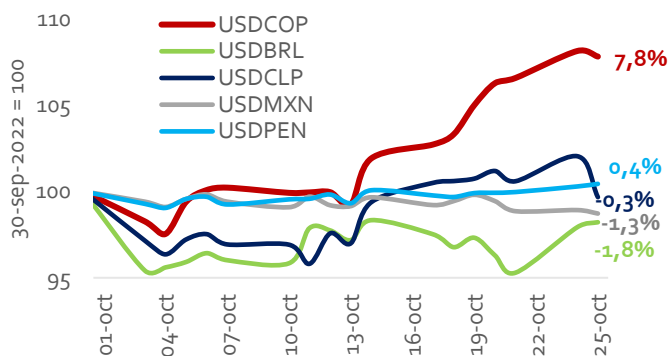
En la encuesta más reciente de BanRep sobre expectativas económicas, el consenso de analistas espera una inflación de 11,9% al cierre de 2022, de 6,9% en 2023, de 7,3% dentro de 12 meses y de 4,7% dentro de 24 meses. **Estas expectativas están por encima del rango meta de BanRep (2% a 4%) y vienen aumentando al punto que pueden comprometer la credibilidad de la política monetaria.** Es importante señalar que las expectativas de inflación a 12 meses en Brasil, Chile, México y Perú empezaron a ceder recientemente y se ubican por debajo de los niveles observados en Colombia (Gráfico 1).

Es cierto que el proceso de inflación es un fenómeno global y que obedece en buena parte a choques de oferta, pero **la desviación de la inflación esperada frente al objetivo de política monetaria es una alerta que BanRep no puede ignorar.** Entre las principales economías de América Latina (LatAm), la mayor desviación para el cierre de 2022 la tiene Chile, con una inflación esperada 9,7 puntos porcentuales (p.p.) superior al objetivo del banco central, seguido de Colombia, con 7,7 p.p. Para 2023, Colombia lidera el desanclaje de las expectativas, con una desviación de 2,7 p.p. (Gráfico 2).

Depreciación del peso: más “leña al fuego” de la inflación

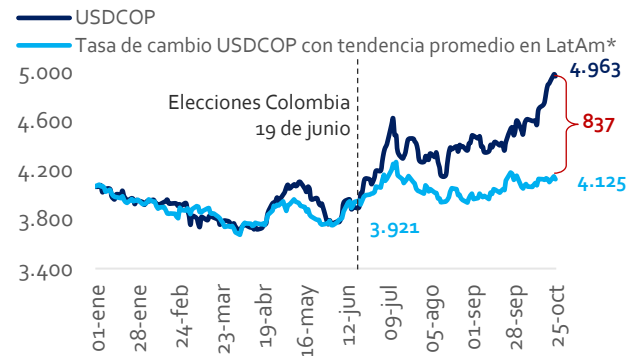
La depreciación del peso colombiano se intensificó en las últimas semanas, en un contexto de fortaleza global del dólar ante la expectativa de aumentos adicionales de la tasa de interés de la Fed en EEUU y los temores crecientes de una recesión global. Sin embargo, la pérdida de valor de nuestra moneda no ha sido únicamente frente al dólar estadounidense, sino también respecto a las principales divisas latinoamericanas, de países petroleros y de países desarrollados (ver “Tasa de cambio en Colombia: ¿camino a nuevos máximos históricos?” en [Informe Especial – Octubre 13 de 2022](#)).

Gráfico 3. Tasas de cambio durante octubre 2022



Fuente: Eikon. Cálculos Corficolombiana

Gráfico 4. Tasa de cambio USDCOP observada y en escenario hipotético de promedio Latinoamérica



* Promedio USDBRL, USDMXN, USDCLP y USDPEN

Fuente: Eikon. Cálculos Corficolombiana

Tabla 1. Precio de otras divisas expresado en pesos colombianos (cambio %) *

Episodio	Petroleras	LatAm	Desarrolladas
Burbuja puntocom (2001)	-	-4,8	-0,2
Gran Crisis Financiera (2008)	-1,9	1,9	5,5
Pandemia Covid-19 (2020)	-1,6	-0,7	12
Desaceleración 2022 (desde mayo)	17,3	18	19,8

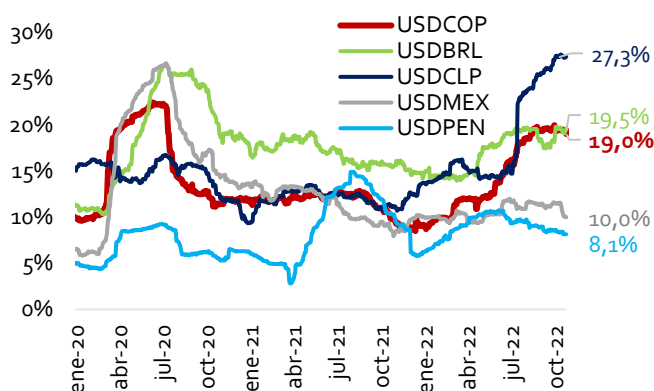
* Un aumento de la tasa de cambio indica una depreciación del peso colombiano frente a la otra moneda.

Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos Corficolombiana.

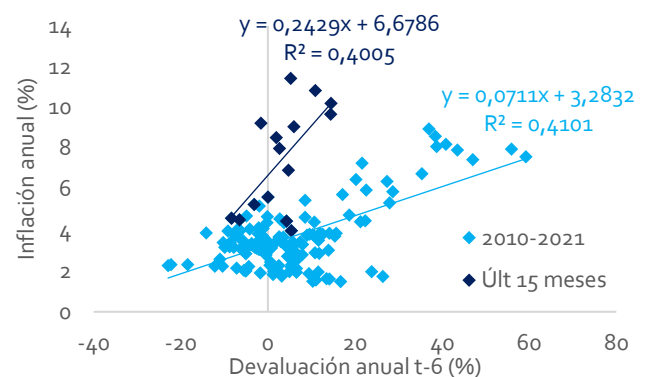
Esta semana el dólar en Colombia registró nuevos máximos históricos, cercanos a \$5.000, con lo cual la depreciación en lo corrido del año supera el 22% y se configura como una de las más altas en LatAm. Este fenómeno se agudizó en los últimos cinco meses: desde finales de mayo, la depreciación del peso colombiano asciende a 32% y desde mediados de junio supera el 27%. **Sólo durante octubre, el precio del dólar en Colombia ha subido 7,8%, lo cual contrasta con una caída promedio de 0,6% en otros países de LatAm (Gráfico 3).** Además, desde el 22 de junio la tasa de cambio bilateral del peso colombiano frente al grupo de monedas petroleras, latinoamericanas y desarrolladas se ha depreciado bastante más que en otros episodios de fortaleza global del dólar (Tabla 1).

Para cuantificar el efecto idiosincrático en contra del peso colombiano, comparamos su desempeño observado en lo corrido de 2022 frente a un escenario hipotético en el que se hubiera comportado como lo han hecho, en promedio, las principales divisas latinoamericanas en el mismo periodo (Gráfico 4).

Durante el primer semestre del año, el dólar en Colombia tuvo una tendencia muy similar a la observada en otros países de la región, de forma que el 20 de junio la tasa de cambio

Gráfico 5. Volatilidad anualizada de la tasa de cambio (promedio móvil 3 meses)


Fuente: Eikon. Cálculos Corficolombiana

Gráfico 6. Inflación total vs devaluación rezagada (t-6) en Colombia (pass-through)


Fuente: DANE y BanRep. Cálculos Corficolombiana

USDCOP era de \$3.897 y en el escenario hipotético de \$3.921, una diferencia de apenas \$24 o 0,6%. Sin embargo, desde junio la depreciación asciende a 27%, de manera que **la tasa de cambio del 25 de octubre estaba en \$4.963, mientras que en el escenario hipotético estaría en \$4.125. La diferencia de \$837 o 20,3% se explica en buena medida por la incertidumbre política generada desde las elecciones presidenciales en Colombia.** Del mismo modo, la volatilidad de la tasa de cambio en el país ha aumentado de forma importante y se encuentra actualmente en niveles similares a los de Brasil (Gráfico 5).

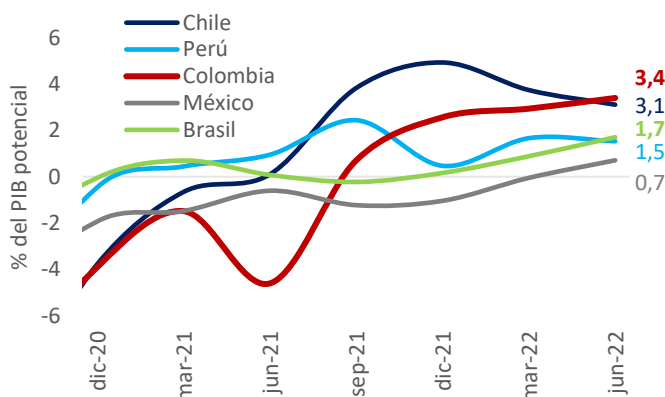
De mantenerse en los niveles actuales o superiores, la tasa de cambio terminará generando presiones adicionales sobre la inflación en los próximos meses. Actualmente, la depreciación anual es superior a 32%, la más alta desde marzo de 2020 (inicios de la pandemia). En los últimos años (2010-2021), el traspaso de las presiones del tipo de cambio a la inflación –fenómeno conocido como *pass-through*– se demoró entre 4 y 6 meses y fue relativamente bajo (7%). Sin embargo, **la evidencia preliminar sugiere que el *pass-through* ha aumentado en los últimos meses en un contexto de demanda robusta y depreciación elevada (Gráfico 6).**

En adelante, consideramos que la indexación, la presión adicional en alimentos por la reforma tributaria, el aumento del salario mínimo, la depreciación del peso colombiano y el eventual incremento en el precio de la gasolina limitarán la disminución de la inflación anual, especialmente durante el primer trimestre de 2023.

Crecimiento sobresaliente: ¿señales de recalentamiento?

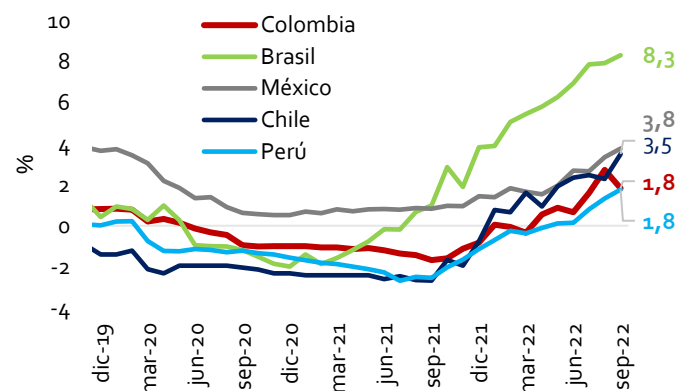
La economía colombiana ha registrado un crecimiento notable este año, superior al promedio de la región. El Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) reflejó un avance robusto de la actividad productiva en agosto, con un avance mensual que representa casi cinco veces el promedio pre-pandemia y casi el doble de esta referencia en los primeros dos meses de 3T22. Además, con corte a agosto, las fuentes de ingreso de los hogares –

Gráfico 7. Brecha del producto



Fuente: Eikon. Cálculos Corficolombiana

Gráfico 8. Tasa de Política Monetaria (TPM) real ex ante



Fuente: Eikon y bancos centrales de cada país. Cálculos Corficolombiana

ingreso laboral, remesas, y endeudamiento– presentaban variaciones positivas en términos reales, lo cual se habría reflejado en un incremento del 8,0% en las ventas al por menor y de 20% (estable frente a 2T22) de las importaciones de bienes de consumo.

Según nuestros cálculos, la brecha del producto en Colombia –diferencia entre el nivel de actividad económica observado respecto al potencial– era de +3,4% al cierre del primer semestre, es decir, el aparato productivo está operando por encima de su capacidad de largo plazo. **El grupo de economías latinoamericanas que analizamos también registra una brecha positiva del producto, pero menor a la de Colombia (Gráfico 7).**

Expectativa de la decisión de BanRep: el valor de actuar

Consideramos que el balance de riesgos del último mes apunta a la necesidad de acelerar el ritmo de aumentos de la tasa de referencia. La tasa de interés real ex ante (descontando expectativas de inflación a un año) está actualmente en 1,8%, por debajo del nivel neutral que calcula el equipo técnico de BanRep, superior a 2,1%. Además, es la más baja en el grupo de países latinoamericanos que analizamos, igualando la de Perú, país con una brecha del producto menos positiva y con menores presiones de inflación por el lado de la tasa de cambio (Gráfico 8).

Vale la pena señalar que otros elementos alcistas podrían ser incorporados en la actualización de pronósticos del equipo técnico, en particular, en materia de inflación, riesgo país y tasa de interés natural. Por lo anterior, ahora creemos que la tasa de referencia debe aumentar en 150 pbs, a 11,5% (mayor al incremento de 100 pbs que esperábamos previamente).

Intervención cambiaria: control de volatilidad sin desacumular reservas

Además de generar presiones inflacionarias, la marcada depreciación del peso colombiano constituye un riesgo para la estabilidad económica del país, especialmente ante la creciente probabilidad de recesión global en los próximos meses. La persistencia del dólar en niveles elevados como los actuales o superiores, deteriora las perspectivas fiscales a través de un incremento de la deuda pública (40% en dólares). Las condiciones de financiamiento en moneda extranjera se han deteriorado, y una depreciación adicional del peso podría llevar a un cierre súbito de los mercados internacionales para el país (*sudden stop*) que termine generando una crisis de balanza de pagos.

Bajo este contexto, BanRep podría realizar una intervención en el mercado cambiario y aliviar la aversión al riesgo de las últimas semanas, empleando alguna de estas opciones:

1. Compra venta de divisas en el mercado cambiario.
2. Venta de opciones *call* para desacumular reservas o hacer control de volatilidad.
3. Venta de divisas por medio de *FX Swaps*
4. Venta de divisas mediante contratos *forward* de cumplimiento financiero.

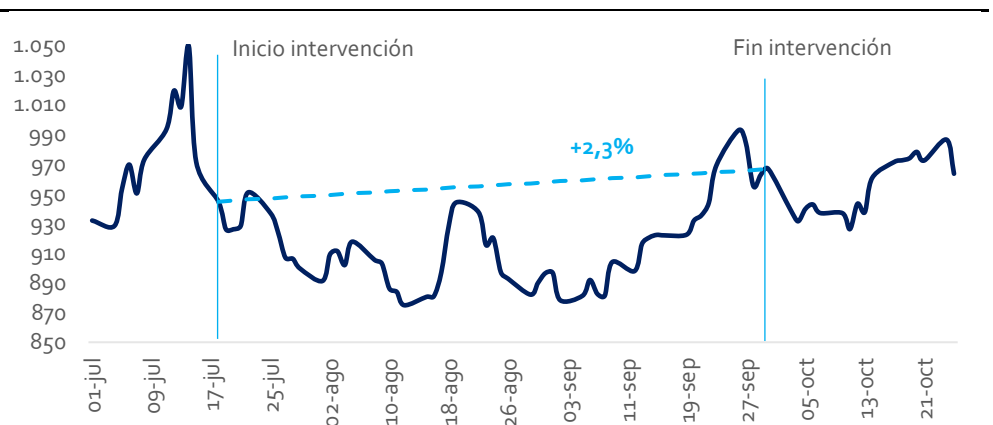
En nuestra opinión, lo más adecuado sería intervenir sin desacumular reservas internacionales. El caso reciente de Chile demuestra que vender reservas no puede revertir la tendencia de la tasa de cambio, pero sí reduce la principal herramienta que el país tendría en caso de que las condiciones de financiamiento externo se vuelvan más adversas.

En efecto, el Banco Central de Chile anunció una intervención cambiaria que inició el 18 de julio y finalizó el 30 de septiembre, con el fin de contener la elevada volatilidad y la fuerte depreciación de la moneda. Vale la pena resaltar que la tasa de cambio en Chile alcanzó a cotizar por encima de \$1.000 durante el segundo semestre del año, su nivel más alto histórico (ver [Informe de Mercados Andinos y Centroamericanos – Octubre 14 de 2022](#)). En particular, el Banco Central vendió alrededor de USD 6,2 mil millones en el mercado *spot* y alcanzó un stock por USD 9,1 mil millones en instrumentos de cobertura cambiaria, particularmente en contratos de venta *forward* por diferencias (*NDF* por sus siglas en inglés).

Sin embargo, la intervención no resultó eficaz luego de varias semanas. Aunque la tasa de cambio se apreció un 7,4% desde el 18 de julio al 12 de agosto, para el último día de la intervención cambiaria, se ubicaba en niveles incluso superiores a los registrados en las jornadas previas al anuncio del programa. De esta manera, en el lapso en el que duró la intervención el peso chileno incluso se depreció un 2,3% (Gráfico 9).

Teniendo en cuenta el caso chileno, en donde la intervención cambiaria tuvo un efecto transitorio sobre la apreciación de la moneda y hubo una desacumulación de reservas internacionales levemente superiores a los USD 5 mil millones, consideramos que cualquier intervención cambiaria efectuada por BanRep deberá tener como propósito mitigar la volatilidad de la moneda sin perjuicio del nivel de las reservas internacionales. Aunque la venta de opciones *call* para contener la volatilidad se encuentra deshabilitada actualmente, consideramos que BanRep puede activarla como un mecanismo idóneo para mitigar las amplias variaciones diarias que se han observado en el peso colombiano durante las últimas jornadas.

Gráfico 9. Tasa de cambio en Chile (USDCLP) durante la intervención cambiaria



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos Corficolombiana.

Equipo de investigaciones económicas

Jose Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

jose.lopez@corficolombiana.com

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext. 70231

julio.romero@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 70020

laura.parra@corficolombiana.com

Diego Alejandro Gómez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

diego.gomez@corficolombiana.com

Maria Paula Gonzalez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69987

paula.gonzalez@corficolombiana.com

Laura Gabriela Bautista

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

gabriela.bautista@corficolombiana.com

Jenny Julieth Moreno

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70906

jenny.moreno@corficolombiana.com

Felipe Espitia

Especialista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

felipe.espitia@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

andres.duarte@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 70019

rafael.espana@corficolombiana.com

Jaime Andres Cardenas

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

jaime.cardenas@corficolombiana.com

Diana Valentina Lopez

Practicante de Investigaciones

diana.lopez@corficolombiana.com

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

Maria Camila Orbezo

Directora de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70497

maria.orbezo@corficolombiana.com

Jose Luis Mojica

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

jose.mojica@corficolombiana.com

Juan Camilo Pardo

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

juan.pardo@corficolombiana.com

ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa").

Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, 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, U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción.

Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

Certificación del analista

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

Información de interés

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana.

Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.