

## INFORME SEMANAL

**EXPECTATIVA DECISIÓN DE BANREP:  
AUMENTO CON MODERACIÓN**

- Anticipamos que la Junta de BanRep aumentará en 100 puntos básicos (pbs) su tasa de intervención, a 10,0%. En términos reales, la tasa ex-ante (que descuenta las expectativas de inflación) completaría tres meses consecutivos en terreno contractivo.
- La evolución de la inflación observada y las expectativas, así como el buen desempeño de la actividad productiva y el endurecimiento de las condiciones de financiamiento externo soportan nuestra expectativa de un nuevo aumento en la tasa de referencia.
- No obstante, las intervenciones en prensa de múltiples codirectores de la Junta han revelado una moderación del tono alcista que precedía las reuniones anteriores. Lo anterior se suma a una votación dividida en la última reunión y la participación del nuevo Ministro de Hacienda, Jose Antonio Ocampo.
- Estos elementos nos llevan a descontar una reducción en la magnitud de los incrementos, de 150 pbs a un ritmo todavía considerable de 100 pbs.

**MERCADO DE DEUDA (PAG.8)**

- Pendiente de la curva de tesoros americanos se mantiene negativa y está cerca de alcanzar mínimos del presente siglo.
- La pendiente de la curva cero cupón de los TES en tasa fija se ubica en mínimos desde 2016, justo cuando la inflación se aceleraba y el BanRep estaba ajustando su tasa.

**CONTEXTO EXTERNO Y MERCADO CAMBIARIO (PAG.14)**

- El tipo de cambio USDCOP avanzó durante la semana pasada y cerró en 4.438 pesos por dólar.
- En línea con las expectativas del mercado, la Fed aumentó la tasa de interés de referencia (Fed Funds Rate) en 75 pbs para llevarla al rango entre 3,00% a 3,25% (Ver [Informe especial "Reacción de la última reunión de la Fed" – Septiembre 21 de 2022](#)).
- El Banco de Inglaterra aumentó en 50 pbs la tasa de interés de referencia por segundo mes consecutivo, llevándola al nivel del 2,25%.
- La confianza del consumidor en la Zona Euro continúa cayendo: en septiembre tocó el nivel del -28,8, uno de los más bajos de su historia.

**ACTIVIDAD ECONÓMICA LOCAL (PAG.18)**

- La actividad productiva se mantuvo relativamente estable en julio (vs junio). En términos anuales, el ISE creció 6,4%.

## Expectativa decisión de BanRep: aumento con moderación

**Laura Daniela Parra**

Analista de Economía Local

[laura.parra@corficolombiana.com](mailto:laura.parra@corficolombiana.com)

**Jose Ignacio López**

Director Ejecutivo de Investigaciones

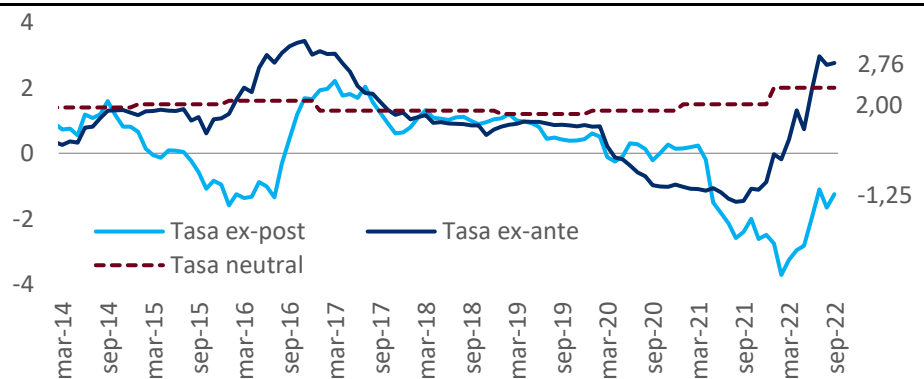
Económicas

[jose.lopez@corficolombiana.com](mailto:jose.lopez@corficolombiana.com)

- Anticipamos que la Junta de BanRep aumentará en 100 puntos básicos (pbs) su tasa de intervención, a 10,0%. En términos reales, la tasa *ex-ante* (que descuenta las expectativas de inflación) completaría tres meses consecutivos en terreno contractivo.
- La evolución de la inflación observada y las expectativas, así como el buen desempeño de la actividad productiva y el endurecimiento de las condiciones de financiamiento externo soportan nuestra expectativa de un nuevo aumento en la tasa de referencia.
- No obstante, las intervenciones en prensa de múltiples codirectores de la Junta han revelado una moderación del tono alcista que precedía las reuniones anteriores. Lo anterior se suma a una votación dividida en la última reunión y la participación del nuevo Ministro de Hacienda, Jose Antonio Ocampo.
- Estos elementos nos llevan a descontar una reducción en la magnitud de los incrementos, de 150 pbs a un ritmo todavía considerable de 100 pbs.

Anticipamos que la Junta del Banco de la República (BanRep) aumentará en 100 puntos básicos (pbs) su tasa de intervención en su reunión de esta semana, llevándola al 10,0%, nivel no visto desde noviembre de 2008. En términos reales, la tasa *ex-ante* (que descuenta las expectativas de inflación) completaría tres meses consecutivos en terreno contractivo.

**Gráfico 1. Tasa de política monetaria real y tasa neutral**



Fuente: BanRep y DANE. Cálculos: Corficolombiana

La decisión se tomará en un contexto de inflación observada y expectativas al alza, consumo con buenas perspectivas y endurecimiento de las condiciones de financiamiento globales. Todos estos factores apuntan a la necesidad de mayor restricción monetaria, sin embargo, múltiples argumentos nos llevan a descontar un menor ritmo de incremento en la tasa de política monetaria.

Entre los argumentos que soportan nuestra expectativa de reducción en la magnitud de los incrementos destacamos i) una tasa *ex-ante* en terreno contractivo, ii) la votación dividida (6 a 1) de la última reunión, iii) la participación del Ministro de Hacienda, Jose Antonio Ocampo, y iv) la necesidad de evaluar los efectos de los incrementos hasta ahora implementados.

› *Balance macro: es necesario un nivel más alto de tasas de interés*

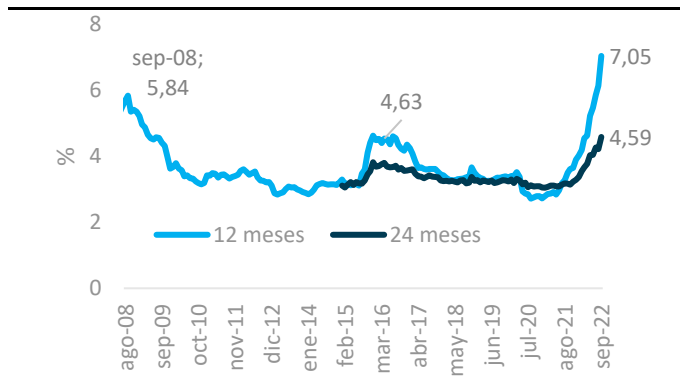
En materia externa, la Reserva Federal elevó sus tipos de interés en 75 puntos básicos durante la semana pasada, llevando el límite superior del rango de tasas al 3,25%, nivel no visto desde 2008. Adicionalmente, los miembros del comité revisaron al alza su estimación de tasa terminal de 2023, desde 3,50% a 4,50% en el caso del límite superior, y aunque hay consenso sobre la disminución en la tasa de interés durante 2024, la dispersión respecto a la magnitud del descenso es elevada. Esto implica que la principal autoridad monetaria global aún tiene previsto aumentar en 125 puntos básicos más sus tipos de interés en lo que resta del año (ver [Reacción a la última reunión de la Fed en Nota Flash – Septiembre 21 de 2022](#)).

Así, **el endurecimiento pronunciado de las condiciones financieras externas estará alineado con la continuidad en el proceso de normalización de la política monetaria local, llevando a BanRep a incrementar su tasa de referencia en esta ocasión y al menos una vez más durante el último trimestre.**

A nivel local, la inflación sorprendió fuertemente al alza en agosto, como consecuencia de un resurgimiento de presiones en alimentos e incrementos de precios [en rubros como alimentación fuera del hogar, productos de aseo y cuidado personal. De esta forma, la inflación observada (1,02% mensual) casi duplicó la expectativa promedio del mercado (0,54%), por lo cual la inflación anual alcanzó el 10.84%, nivel no visto desde abril de 1999. Además, el promedio de las medidas de inflación básica que sigue BanRep ascendió a 8,0% en septiembre, máximo de 22 años, reflejando presiones crecientes de demanda, en línea con un crecimiento económico superior al potencial. En esta línea, las previsiones de los analistas aumentaron notablemente, incorporando la sorpresa inflacionaria de agosto, así como incrementos graduales en el precio de la gasolina durante el último trimestre y el próximo año.

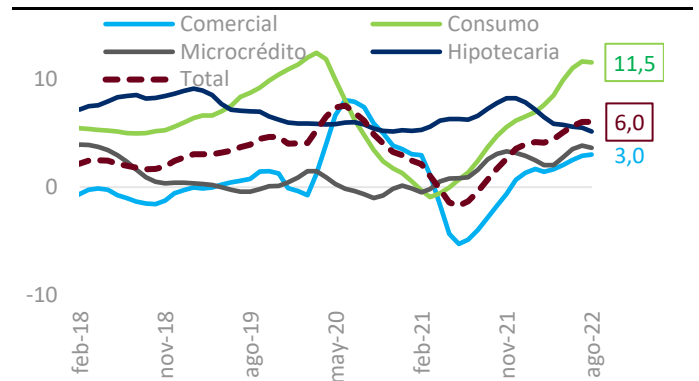
De esta forma, la estimación promedio para el cierre del año aumentó en 120 pbs en un solo mes, desde 10,02% a 11,22%. Para horizontes temporales más amplios, el incremento fue menor, aunque significativo: las expectativas a 12 meses, diciembre de 2023 y a 24 meses aumentaron en 91, 78 y 37 pbs, respectivamente. **En todos los casos, las medidas de inflación esperada están alcanzando niveles no vistos desde que se tienen datos disponibles. Esto presionará a la Junta a tomar una decisión contundente para mitigar el desanclaje de las expectativas** y señalar compromiso con el cumplimiento del objetivo de inflación, variable fundamental en un régimen de inflación objetivo.

**Gráfico 2. Expectativa de inflación a uno y dos años**



Fuente: BanRep

**Gráfico 3. Crecimiento real anual de la cartera por modalidad**



Fuente: BanRep y DANE. Cálculos: Corficolombiana.

Respecto a la actividad productiva local, **el ritmo de crecimiento 2T22 de la economía colombiana superó notablemente la estimación tanto de BanRep como del consenso de los analistas**. En particular, el equipo técnico esperaba un crecimiento anual de 11,5% y el ritmo observado fue de 12,6%.

Ahora bien, aunque en términos secuenciales el ISE reveló algo de moderación en junio y julio, **los indicadores relacionados con el consumo apuntan a una fortaleza persistente de esta fuente de crecimiento, lo cual consideramos sería uno de los principales argumentos para soportar un incremento de 100 puntos básicos**, e incluso superior para algunos codirectores.

Aunque en julio las ventas al por menor se contrajeron secuencialmente tras el último día sin IVA, aumentaron cerca de 8,0% en términos anuales. Además, el gasto real de los hogares medido por Raddar aceleró su ritmo de crecimiento en agosto (de 2,1% a/a en julio a 4,8% a/a), la cartera de consumo continuó expandiéndose a tasas reales de dos dígitos en agosto (11,5%), a un ritmo prácticamente estable frente al máximo postpandemia alcanzado en julio (11,6%) y la confianza de los consumidores repuntó a su segundo nivel más alto en lo corrido del año, –si bien se mantiene en terreno negativo.

Por su parte, las remesas alcanzaron un máximo en julio y presentaron un crecimiento real en pesos de 25%, y aunque se habrían moderado a 13% durante agosto, todavía se mantienen con buen dinamismo. Esto sumado a la relativa estabilidad en el nivel de ocupación apunta a un nivel de ingresos que se mantiene favorable.

Respecto a la inversión, la cartera comercial continúa aumentando su ritmo de crecimiento en términos reales con corte a agosto y las importaciones de bienes intermedios y de capital presentaron un crecimiento real en pesos de alrededor de 40% en julio, de forma que ambos elementos presentan una mejora frente a los niveles 2T22.

De esta manera, aunque el ISE se moderó en los últimos dos meses, el balance de riesgos para el consumo y, en general, para la demanda interna, se mantiene positivo.

Finalmente, aunque el déficit de la cuenta corriente se redujo a 5,7% del PIB en el 2T22, este nivel continúa significativamente por encima del registrado en 2019 (4,6% del PIB) y, aunque el 95% está financiado con Inversión Extranjera Directa (IED), representa una de las principales fuentes de vulnerabilidad de la economía colombiana. A lo anterior se suma una percepción de riesgo país elevada, producto de un contexto de volatilidad externa al cual se suma incertidumbre creciente a nivel local.

### › *Declaraciones en prensa de los codirectores: moderación generalizada*

En resumen, **todos los elementos del balance macro apuntan a la necesidad de continuar con el ciclo de aumentos de la tasa de referencia, sin embargo, encontramos que habría diferentes visiones sobre la magnitud apropiada de incrementos**, bajo el precedente de la última votación (6 a 1 con el codirector que disintió a favor de un incremento de 100 puntos básicos) junto con la primera reunión presidida por Jose Antonio Ocampo, el nuevo Ministro de Hacienda.







En general, las declaraciones en prensa de Jose Antonio Ocampo, Alberto Carrasquilla, y Roberto Steiner tienen un tono moderado-bajista y, en el caso de Steiner, se evidencia una mayor neutralidad frente a sus declaraciones relativamente alcistas previas a otras reuniones. Los votos de estos tres codirectores, entre los que destacamos a Alberto Carrasquilla y a Roberto Steiner como previamente alcistas, serían suficientes para inclinar la balanza hacia los 100 pbs. Ahora bien, resaltamos que las declaraciones del Gerente de la Junta, Leonardo Villar, tienen un tono neutral-alcista, por lo que la división al interior de la Junta sobre el ritmo apropiado de incrementos persistiría.











Hasta el momento, las declaraciones de Ocampo muestran un tono neutral-bajista, pues el Ministro reconoce que la inflación responde tanto a fenómenos de oferta (aumento de precios externos y costos de producción) como de demanda (por la fortaleza de la reactivación y la indexación), que la respuesta de BanRep ha sido apropiada, y que no puede señalar que las tasas de interés sean excesivamente altas en términos reales. El Ministro también afirmó que la economía colombiana iniciará un proceso de desaceleración clara durante el segundo semestre del año, pero no dramática (Tabla 1).

Esta visión está alineada con el codirector Carrasquilla, quien señaló que es previsible un ajuste a la baja en la tasa de crecimiento hacia finales de año y durante 2023 en un contexto de menor demanda externa y estrechamiento de las condiciones financieras locales.

El Gerente del Banco, en contraste, se ha mantenido firme en la necesidad de evitar excesos de demanda, discurso en el que ha insistido desde hace unos meses, y menciona el contexto internacional como uno de los factores relevantes para el análisis. Además, Villar ha enfatizado en el compromiso de la autoridad monetaria de mantener la credibilidad de la meta de inflación y manifestó inquietudes por un eventual incremento de dos dígitos al salario mínimo, particularmente en el marco de los riesgos para la evolución de la inflación del próximo año. De esta forma, consideramos que su posición es levemente más alcista relativa a sus declaraciones previas a otras reuniones.

**Tabla 1. Declaraciones en prensa de los codirectores de BanRep**

Codirector	Fecha	Tono	Comentario
	7-sep	Neutral 	La aceleración de la inflación es un fenómeno mundial (...). Como resultado de eso, <b>la Junta del Banco de la República aumentó las tasas de interés, pero debo decir que, de alguna, no tenía alternativa.</b> Independientemente del efecto que tenga el alza en las tasas de interés sobre la inflación, en un contexto de subida de tipos internacionales, pues el Banco de la República tenía que elevar las tasas de interés, porque, o si no, se hubiese presentado una fuga de capitales muy grande de Colombia. Ahora, <b>¿cuánto va a moderar ese aumento de las tasas de interés la inflación?</b> Es un interrogante que tendremos que ver en la Junta del Banco de la República de este mes, si hay aumento de tasas de interés o si hay posibilidad de aumento de tasas de interés. (...) <b>La tasa de interés real es negativa si uno la mide con la inflación total, porque el 9% es inferior a la inflación del país, pero la que es relevante es con la inflación básica, en la que la tasa real es ligeramente positiva. Entonces tampoco puedo decir que las tasas de interés están excesivamente altas</b>
	25-ago	Bajista 	(...) Ahora, hay un efecto moderado de las tasas de interés sobre la inflación, aunque hay que reconocer que hay un fenómeno de indexación de los precios y aumentos de costos de producción. Además, un número considerable de productos de la canasta familiar está teniendo un aumento superior o muy superior a la meta del Banco de la República. En términos reales, la tasa de interés del banco sigue siendo negativa en 1,21%, pero sobre la inflación básica ya es positiva en 2,5%. <b>Sigo pensando que lo peor de la inflación ya terminó. Va a empezar a moderarse muy lentamente en el comienzo, pero va a caer de forma más importante en 2023</b>
	23-ago	Neutral 	(...) En el caso de Colombia es muy claro que esta reactivación fuerte ya terminó. Lo que vamos a ver en el segundo semestre es una desaceleración económica. En efecto, <b>vamos a estar frente a una desaceleración económica clara, pero no dramática.</b> Con el actual contexto internacional, a Colombia le seguirá yendo relativamente bien. (...) Yo sigo pensando que ya llegamos al pico de inflación y vamos a ver lentamente menores niveles de inflación en los siguientes meses. La inflación básica está por encima del 6%. Eso es por un efecto, por un lado, de la transmisión de la inflación a través de costos de producción y lo otro es lo que en la vieja jerga se llamaba la indexación de los precios. <b>Todo el mundo empieza a tener expectativas de inflación más altas y eso se ajusta a los precios</b>
Jose Antonio Ocampo Ministro de Hacienda	19-ago	Neutral 	<b>El financiamiento externo está bastante más caro y en el caso colombiano ha sido especialmente negativo por la pérdida del grado de inversión el año pasado.</b> Colombia es uno de los peores casos, si uno mira los recientes dos años en temas de financiamiento. (...) El pico de la inflación ya lo alcanzamos y vamos a empezar a observar, aunque muy lenta, una tendencia a la baja en la inflación. (...) El tema del costo del financiamiento es un tema complejo. Colombia es el caso más negativo de las principales economías latinoamericanas. (...) No obstante, <b>ya en el reciente mes uno observa una reducción en esos indicadores de riesgo país.</b> El Embi ha bajado en más de 80 básicos en el reciente mes. (...) El Gobierno Duque decidió no colocar bonos en los mercados internacionales este año. (...) Nosotros vamos a mantener esa decisión. Pero si esa tendencia (de reducción en indicadores de riesgo país) continúa podremos volver a entrar al mercado de bonos internacionales
	11-ago	Neutral 	Colombia es uno de los mejores ejemplos de reactivación(...). Colombia es uno de los países latinoamericanos que tuvo unas políticas fiscal y monetaria muy expansivas y eso se refleja ahora en un déficit fiscal alto y en un nivel de deuda pública alto también. La política monetaria siguió siendo expansiva y desde finales del año pasado empezó el ajuste. <b>Todavía la tasa de interés es negativa en términos reales, porque está por debajo de la inflación, que es de poco más del 10%.</b> El Banco de la República no tenía otra alternativa que subir las tasas de interés. La transmisión de los altos precios de los alimentos puede limitarse un poco, pero es muy complicado, porque <b>la inflación tiene principalmente un origen internacional.</b> Es un tema muy complejo. <b>La política monetaria, en ese sentido, es limitada y puede generar un peor crecimiento de la actividad económica.</b> Esa es una discusión que se dará al interior de la Junta del Banco de la República, que voy a presidir, dicho sea de paso, con un caso nunca antes visto en Colombia y es que <b>todos sus miembros independientes fueron escogidos por el Gobierno anterior.</b> Vamos a ver cómo logramos manejar esta situación
	9-ago	Alcista 	Hacia adelante la incertidumbre es muy fuerte a nivel internacional. Todas las proyecciones, cada vez que salen, bajan las tasas de crecimiento. Y la inflación puede que empiece a bajar, pero lo hará de forma muy lenta. Es un contexto muy complejo que vamos a vivir de desaceleración mundial, inflación alta y tasas de interés elevadas, que harán muy difícil el contexto económico colombiano. <b>Por eso, tenemos que adoptar medidas muy fuertes para hacerle frente, tanto en materia fiscal, como monetaria (...)</b> en el colombiano, <b>el déficit en cuenta corriente del país está en niveles extremadamente elevados y eso a pesar de que los precios de los productos básicos que exportamos están en niveles muy altos.</b> Ese contexto generará unas necesidades de fomento exportador y esperamos contar con un sector empresarial pujante, que nos ayude a diversificar nuestra estructura exportadora para en algunos años dejar de depender tanto del petróleo como producto de exportación

Codirector	Fecha	Tono	Comentario
 Leonardo Villar Gerente BanRep	30-ago	Neutral - alcista 	Para 2023 se estima un déficit total del Gobierno Nacional equivalente a 3,6% del PIB, con un déficit primario neto estructural de 1,4% del PIB, que es el requerido por la nueva Regla Fiscal. De acuerdo con el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2022, el cumplimiento de la regla permitirá que el Gobierno se ubique en un nivel de deuda neta cercano a 55% del PIB al final de 2025. <b>Los niveles actuales de endeudamiento son elevados y generan vulnerabilidad que pueden generar consecuencias de los choques económicos adversos, además de limitar la capacidad de acción de la política económica. Por la interacción con la política monetaria, la credibilidad de la política fiscal juega un papel esencial para evitar recargar el ajuste macroeconómico sobre las tasas de interés</b>
	25-ago	Neutral 	Una situación compleja, más que una recesión en Estados Unidos, es una situación en la que los precios de los commodities caigan y la situación externa de Colombia se vuelva más compleja y se requiera un ajuste más grande en la demanda para ajustarse a esa circunstancia. En ese contexto, yo no descarto que sea necesaria una situación monetaria más restrictiva. Pero también yo diría que, si el Gobierno logra hacer un ajuste de la magnitud que está planteando, va a facilitar que eso no sea necesario Frente al salario mínimo: "Yo creo que <b>eso genera un peligro grande</b> . Creo que es muy importante para las decisiones que se tomen a final de año ser cauteloso, que no significa no tener en cuenta que hay que mejorar la capacidad de compra de los trabajadores, no el aumento nominal de los salarios. <b>No sé de dónde han salido esas ideas de que el salario mínimo debe aumentar en números enormes</b> (15%, por ejemplo). Aumentar los salarios reales de los trabajadores (...) no se logra aumentando el salario nominal en una magnitud muy superior al del crecimiento de la inflación. (...) la perspectiva para el año entrante es una reducción de la inflación de forma importante, (...) terminaría el año entrante muy alta, pero del orden de 5%. Y eso es lo que hay que tener en cuenta para ver cómo se logra que la capacidad de compra de los trabajadores mejoren, pero sin presionar la inflación".
	25-ago	Neutral - alcista 	Ese crecimiento tan rápido de la demanda hace que la economía se vuelva un <b>caldo de cultivo para el aumento de los precios y, cuando aumentan esos precios internacionales y suben también algunos productos elaborados internamente en el país, eso se empieza a generalizar hacia los demás precios de la economía</b> . (...) El precio del dólar ha aumentado de forma importante cuando se mide en pesos colombianos y también ha subido cuando se mide en euros o en pesos chilenos o en reales brasileños. Y ha aumentado, básicamente, porque <b>Estados Unidos ha aumentado su tasa de interés de manera importante</b> . Nosotros no podemos controlar lo que sucede con los precios internacionales, tampoco podemos controlar los problemas que ha habido a nivel mundial, el aumento de las tasas de interés en Estados Unidos, pero <b>lo que sí podemos es ajustar la economía para que los aumentos de precios puntuales que se dan por razones internacionales, por fenómenos específicos, no se generalicen</b>
	24-ago	Neutral - alcista 	El riesgo es que una política monetaria demasiado laxa termine generando crecimientos de la demanda superiores a los que son compatibles con el crecimiento de la capacidad productiva de la economía y sean, por ende, insostenibles(...). <b>El impulso a la demanda agregada, en esas circunstancias, es caldo de cultivo de procesos inflacionarios que destruyen la capacidad de crecimiento en el mediano y en el largo plazo. La indexación de precios fue más fuerte de la prevista y en eso tuvo que ver la decisión del Gobierno de aumentar en más de 10% el salario mínimo</b> . (...) Una parte importante de la alta inflación actual responde a factores de oferta en el sector agropecuario y a fenómenos internacionales. Sin embargo, el aumento de la inflación no ha estado restringido a unos pocos productos. La inflación básica está actualmente en 6,4%. Además, <b>el porcentaje de ítems de la canasta familiar aumentando más de la meta se acerca al 90%. Las expectativas de inflación también han aumentado de forma generalizada. (...) Mantener la credibilidad en la meta, que es fundamental para la estrategia de política monetaria que tenemos</b>
 Roberto Steiner	18-ago	Neutral - bajista 	<b>No creo que las condiciones de hoy día sean propicias para acelerar el retiro del estímulo monetaria</b> . Ahora, si va a haber más retiro, es algo a lo que no me puedo comprometer, pero <b>la desaceleración de la actividad económica, el menor ritmo en el aumento de precios de algunos alimentos sugiere que la necesidad de un retiro agresivo del estímulo monetario ha mermado</b> . Yo creo que nos estamos acercando al límite que la situación macroeconómica sugiere que debe estar la política monetaria
	18-ago	Neutral 	Evidentemente es un tema que hay que mirar con cuidado. <b>No creo que uno deba saltar a la conclusión de que se deben aumentar los requisitos de encaje</b> . Hay medidas anteriores a esa, más de mercado, que son mucho más propicias. La primera, son las tasas de interés que fija el banco central. Y eso, eventualmente, tiene efecto sobre la demanda de crédito. Y, de hecho, <b>ya lo estamos viendo: el crédito de consumo sigue creciendo, pero ya no a tasas tan altas</b>
 Alberto Carrasquilla	11-sep	Neutral - alcista 	<b>El debate -que ya llegará- tiene que ver con la pregunta de si hemos sido lentos en recoger esa expansión fiscal y monetaria, y con ello hemos contribuido a la aceleración inflacionaria</b> . (...) Yo creo que es unánime la noción de que en 2021 y los primeros seis meses de 2022 en Colombia nos fue mejor de lo que todos esperaban, de un lado, y que ya a finales de año y en 2023 viene un ajuste importante en la tasa de crecimiento originada en una economía internacional mucho menos propicia y el estrechamiento de las condiciones financieras internas, empezando por las tasas de interés, pasando por la elevación importante en el costo de uso del capital

Fuente: Notas de prensa y Corficolombiana.

## Mercado de deuda

**Felipe Espitia**

Especialista de Investigaciones  
Económicas

[felipe.espitia@corficolombiana.com](mailto:felipe.espitia@corficolombiana.com)

- Pendiente de la curva de tesoros americanos se mantiene negativa y está cerca de alcanzar mínimos del presente siglo.
- La pendiente de la curva cero cupón de los TES en tasa fija se ubica en mínimos desde 2016, justo cuando la inflación se aceleraba y el BanRep estaba ajustando su tasa.

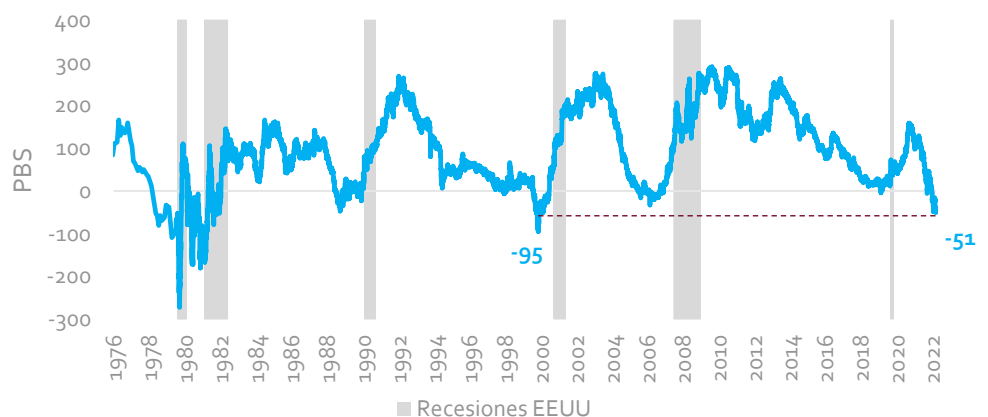
### › Mercado internacional: pendiente cerca a mínimos del siglo

El último aumento en 75 puntos básicos (pbs) de la tasa de interés de referencia de la Fed, el cual estaba descontado por el mercado, **ha llevado a que la pendiente de la curva de los tesoros americanos empiece a acercarse a los niveles mínimos registrados en este siglo (may-2000: -95 pbs).**

Si bien la Fed ha mencionado que la probabilidad de tener un “aterrizaje suave” con estas medidas de política monetaria son ahora más bajas, el mercado desde mediados del mes de julio ya lo venía incorporando en sus expectativas, y tal parece, que esta herramienta de la pendiente de la curva podría estar marcando una nueva recesión en Estados Unidos y la Fed empieza a ser más consiente de ello.

Por lo pronto, con un mercado de tesoros tanto a dos años como a diez años que han alcanzado niveles que no veíamos desde 2007 y 2011, respectivamente, esperamos que para lo que resta del año esta pendiente de la curva pueda volverse más negativa ante la expectativa de mayores aumentos de la Fed para el cierre del año.

**Gráfica 1. Pendiente de la curva de tesoros americanos (10Y – 2Y)**



Fuente: Refinitiv Eikon.



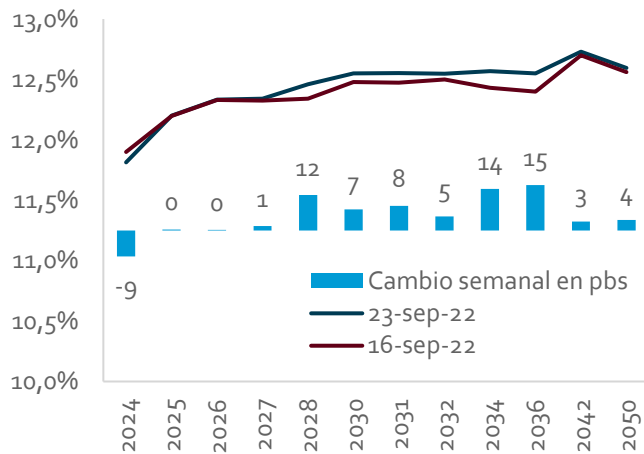
› *Mercado local: pendiente en mínimos desde 2016*

Si bien la semana anterior, fue una semana en que la renta fija global tenía descontando la decisión de la Fed, la curva de los TES en tasa fija se desvalorizó en promedio 5 pbs, donde el tramo largo de la curva fue lo más afectado en la semana.

Como se ha resaltado a lo largo del año, la renta fija global y local ha venido atravesado un fuerte proceso de aplanamiento de sus curvas, tal que, en Estados Unidos hemos visto que se ha invertido, y en **Colombia nos encontramos en mínimos que no veníamos desde cerca de 2016, momento en el cual atravesábamos por un aumento de la inflación importante y un Banco de la República reaccionando para atenuar este choque.**

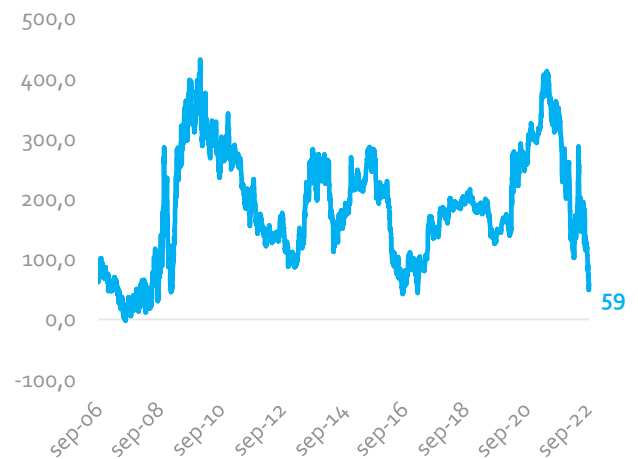
No obstante, creer que la pendiente de la curva en nuestro país pueda llegar a invertirse parece no ser un evento de alta probabilidad, ya que en el pasado no ha ocurrido. Sin embargo, demuestra como el mercado descuenta una desaceleración económica para el próximo año y posiblemente a que el Banco de la República aumente su tasa de interés más de lo esperado por la mediana de los analistas que según la última encuesta del emisor ubica la tasa al cierre de este año en 11%.

**Gráfica 4. Curva de rendimientos de los TES en tasa fija**



Fuente: SEN. Cálculos: Corficolombiana.

**Gráfica 5. Pendiente de la curva cero cupón de los TES en tasa fija (10Y – 2Y)**



Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana.

## › Expectativa

En esta última semana del mes, donde hay poca información macroeconómica y tendremos la sexta reunión de política monetaria con decisión de tasas por parte del BanRep, el mercado de renta fija estará atento a lo que suceda con la reunión de su Junta.

Debido a que la inflación en Colombia apenas estaría por encontrar su techo en octubre de este año y existen choques como el aumento de los precios de la gasolina y la negociación del salario mínimo que podría llevar a que nuestra variación de precios se mantenga alta por un tiempo más alto, y por ende, que el Banco lleve su tasa a un nivel más alto, el mercado estará atento a lo que arroje esta decisión y si existirán señales del fin de este ciclo de ajustes o la posibilidad de mayores ajustes en la tasa.

### Cifras de deuda pública interna

Bono	Cupón	Vencimiento	Duración Modificada	Tasa			Precio	
				16-sep-22	23-sep-22	Variación	16-sep-22	23-sep-22
<b>TES Tasa Fija</b>								
TFIT16240724	10,00%	24-jul-24	1,74	11,90	11,81	↓	96,93	97,08
TFIT08261125	6,25%	26-nov-25	2,80	12,20	12,20	↑	84,94	85,02
TFIT15260826	7,50%	26-ago-26	3,49	12,33	12,33	↑	85,57	85,62
TFIT08031127	5,75%	3-nov-27	4,21	12,32	12,34	↑	76,03	76,02
TFIT16280428	6,00%	28-abr-28	4,66	12,34	12,46	↑	75,27	74,95
TFIT16180930	7,75%	18-sep-30	5,96	12,48	12,55	↑	76,88	76,63
TFIT16260331	7,00%	26-mar-31	6,05	12,47	12,55	↑	72,13	71,84
TFIT16300632	7,00%	30-jun-32	6,73	12,50	12,55	↑	69,83	69,65
TFIT16181034	7,25%	18-oct-34	6,92	12,43	12,57	↑	68,40	67,80
TFIT16070936	6,25%	9-jul-36	8,14	12,40	12,55	↑	60,22	59,57
TFIT21280542	9,25%	28-may-42	8,12	12,70	12,73	↑	75,30	75,13
TFIT260950	7,25%	26-oct-50	8,21	12,56	12,60	↑	59,20	59,04
<b>TES UVR</b>								
TUVT17230223	4,75%	23-feb-23	0,42	0,23	0,37	↑	101,98	101,83
TUVT11070525	3,50%	7-may-25	2,52	3,23	3,40	↑	100,66	100,23
TUVT11170327	3,30%	17-mar-27	4,16	4,20	4,35	↑	96,36	95,79
TUVT10180429	103,30%	18-abr-29	6,07	5,09	5,17	↑	84,43	84,08
TUVT20250333	3,00%	25-mar-33	8,81	5,45	5,60	↑	80,74	79,74
TUVT20040435	4,75%	4-abr-35	9,31	5,94	6,01	↑	89,65	89,09
TUVT25022537	4,00%	25-feb-37	10,66	5,97	6,00	↑	78,89	78,65
TUVT17160649	3,50%	16-jun-49	15,22	5,92	5,94	↑	71,15	71,01

Fuente: SEN, Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

### Cifras de deuda pública externa

Bono	Cupón	Vencimiento	Duración	Libor Z-Spread (pbs)	Tasa		Precio	
					16-sep-22	23-sep-22	16-sep-22	23-sep-22
COLGLB23	2,625%	15-mar-23	0,47	122,91	4,96	5,36	98,85	98,74
COLGLB24	4,000%	26-feb-24	1,38	131,00	5,35	5,88	97,74	97,48
COLGLB26	4,500%	28-ene-26	3,10	241,70	6,15	6,82	94,66	93,83
COLGLB27	3,875%	25-abr-27	4,13	290,60	6,38	7,17	89,65	88,33
COLGLB29	4,500%	15-mar-29	5,59	348,10	6,81	7,44	86,97	85,78
COLGLB32	3,250%	22-abr-32	7,84	382,80	7,03	7,64	73,09	71,36
COLGLB37	7,375%	18-sep-37	8,99	474,70	8,05	8,52	93,72	92,32
COLGLB41	6,125%	18-ene-41	10,09	507,10	8,22	8,72	79,05	77,31
COLGLB42	4,125%	22-feb-42	11,52	467,00	7,82	8,32	62,36	60,89
COLGLB45	5,000%	15-jun-45	11,28	502,85	8,17	8,64	66,45	65,22
COLGLB49	5,200%	15-may-49	11,57	506,60	8,19	8,58	67,32	65,80

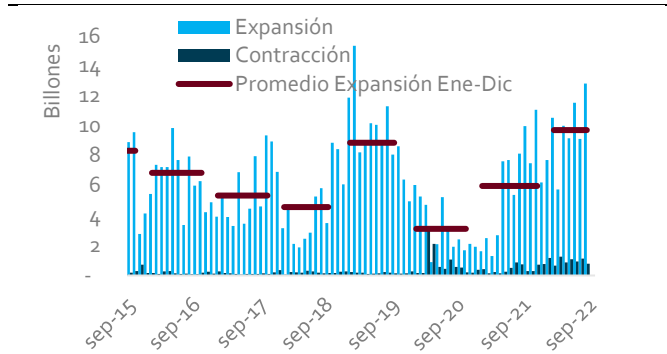
Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

### Tasa IBR overnight implícita en los swaps (Tasas E.A.)

Fecha	IBR Overnight	1m	3m	6m	9m	12m	18m
31-dic-20	1,74%	1,75%	1,63%	1,63%	1,71%	1,95%	2,40%
31-dic-21	2,99%	2,74%	4,27%	5,32%	5,54%	7,08%	6,98%
23-sep-21	1,78%	1,76%	2,93%	3,74%	4,03%	4,98%	5,75%
23-ago-22	9,01%	8,70%	10,38%	11,82%	11,23%	11,05%	10,35%
16-sep-22	9,01%	9,00%	12,23%	12,03%	12,04%	12,75%	10,97%
23-sep-22	9,04%	9,01%	12,14%	12,42%	12,23%	12,43%	11,34%
<b>Cambios (pbs)</b>							
Semanal	3	0	-9	39	19	-33	36
Mensual	3	31	176	61	100	137	99
Año corrido	605	627	787	711	669	535	436
Anual	726	724	921	869	820	744	559

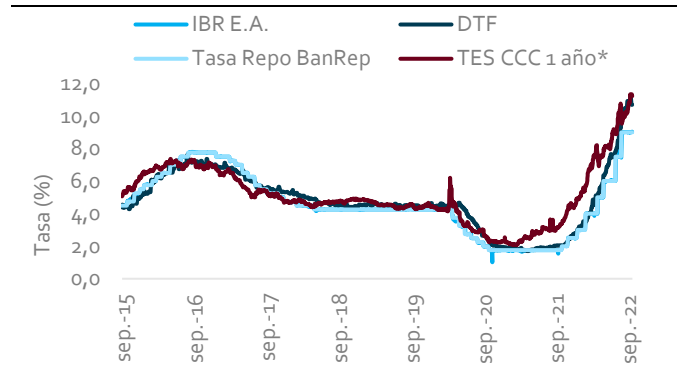
Fuente: Precia, cálculos Corficolombiana

### Saldo promedio de operaciones repo en BanRep



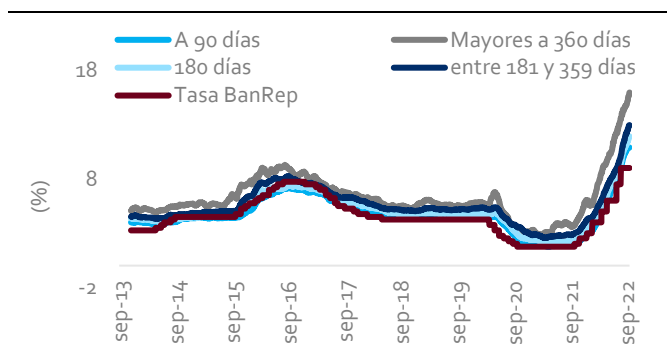
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

### Tasas de interés de corto plazo



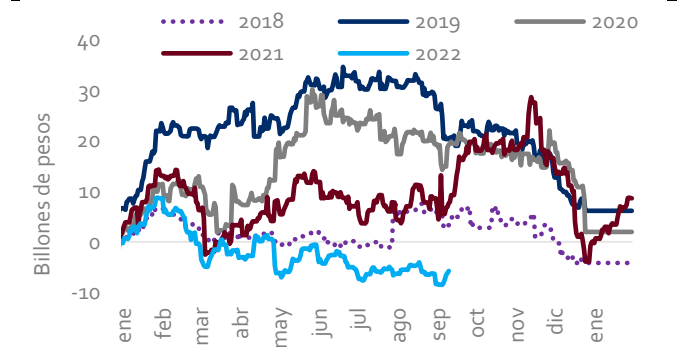
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

### Tasas de captación (promedio móvil 20 días)



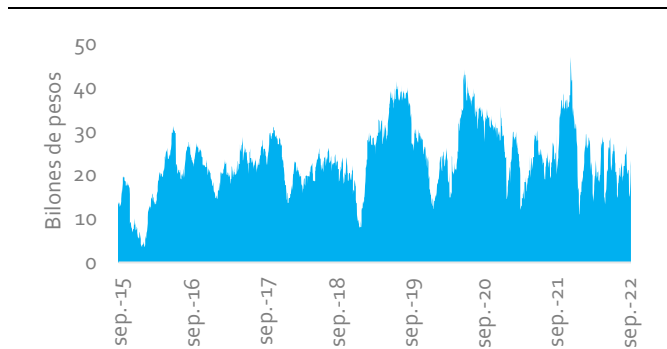
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

### Saldo de disponibilidades de la DTN en BanRep (año corrido)



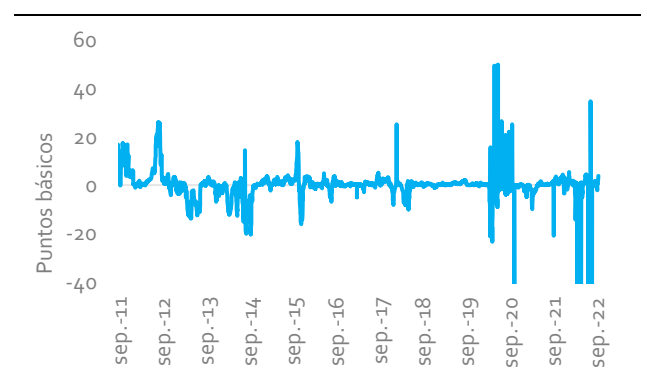
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

### Saldo de disponibilidad de DTN en BanRep



Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

### Brecha IBR EA y tasa BanRep



Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

**Cartera de créditos del sistema financiero (Billones de pesos)**

Fecha	Total*		Moneda legal		Moneda extranjera	
	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual
hace dos años	507,5	6,23%	488,1	6,43%	19,4	1,38%
hace un año	534,6	5,34%	515,0	5,51%	19,6	1,11%
cierre 2020	509,7	4,04%	494,3	4,53%	15,4	-9,68%
hace un mes	617,5	16,53%	599,3	17,40%	18,2	-6,29%
9-sep.-22	624,7	16,84%	605,0	17,47%	19,7	0,30%

Fuente: Banco de la República

\* Ajustada por titularizaciones de cartera hipotecaria

**Cartera de créditos del sistema financiero (Billones de pesos)**

Fecha	Comercial		Consumo		Hipotecaria	
	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual
hace dos años	266,4	7,46%	154,5	4,67%	73,7	6,03%
hace un año	271,1	1,75%	168,1	8,82%	81,6	10,74%
cierre 2020	261,1	4,99%	159,7	2,19%	75,5	5,30%
hace un mes	306,1	13,45%	203,6	22,87%	92,2	14,20%
9-sep.-22	309,4	14,14%	206,3	22,71%	93,1	14,15%

Fuente: Banco de la República

\* Ajustada por titularizaciones de cartera hipotecaria

**Créditos comerciales del sistema financiero (Billones de pesos)**

Fecha	Total		Moneda legal		Moneda extranjera	
	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual
hace dos años	266,4	7,46%	247,5	7,88%	18,9	2,28%
hace un año	271,1	1,75%	252,1	1,85%	19,0	0,37%
cierre 2020	261,1	4,99%	246,2	5,97%	14,9	-8,90%
hace un mes	306,1	13,45%	288,7	15,00%	17,4	-7,25%
9-sep.-22	309,4	14,14%	290,6	15,26%	18,8	-0,78%

Fuente: Banco de la República

## Contexto externo y mercado cambiario

**Diego Alejandro Gómez**  
Analista de Investigaciones  
[diego.gomez@corficolombiana.com](mailto:diego.gomez@corficolombiana.com)

- El tipo de cambio USDCOP avanzó durante la semana pasada y cerró en 4.438 pesos por dólar.
- En línea con las expectativas del mercado, la Fed aumentó la tasa de interés de referencia (*Fed Funds Rate*) en 75 pbs para llevarla al rango entre 3,00% a 3,25% (Ver [Informe especial "Reacción de la última reunión de la Fed" – Septiembre 21 de 2022](#)).
- El Banco de Inglaterra aumentó en 50 pbs la tasa de interés de referencia por segundo mes consecutivo, llevándola al nivel del 2,25%.
- La confianza del consumidor en la Zona Euro continúa cayendo: en septiembre tocó el nivel del -28,8, uno de los más bajos de su historia.

### *Fed no da tregua a la inflación: aumentó tasa de interés de referencia en 75 pbs por tercera vez consecutiva*

En línea con las expectativas del mercado, la Fed decidió aumentar de manera unánime el rango objetivo de los fondos federales (*Federal Funds Rate*) en 75 pbs, al rango entre 3,00% a 3,25% (Ver [Informe especial "Reacción de la última reunión de la Fed" – Septiembre 21 de 2022](#)).

El presidente de la Fed, Jerome Powell, afirmó que se esperan nuevos aumentos en la tasa de interés en lo que resta del año, algo que reflejó la actualización del *dot plot* de expectativas de la tasa de política de cierre de 2022, el cual se corrigió al alza 100 pbs respecto al nivel que estimaban los miembros del FOMC (Comité Federal de Mercado Abierto por sus siglas en inglés) en junio pasado. De esta manera, el rango objetivo de los fondos se situaría entre el 4,25%-4,50% para cierre de año.

Por otra parte, la actualización de proyecciones económicas del Comité refleja un panorama menos favorable en términos de inflación y crecimiento económico para este y los años venideros (Tabla 1). En efecto, la entidad monetaria corrigió al alza su

**Tabla 1. Acontecimientos importantes durante la última semana**

Fecha	País/Región	Información	Período	Observado	Esperado	Anterior
20-sep-22	Estados Unidos	Permisos de construcción	Ago	1,517 M	1,610 M	1,685 M
21-sep-22	Estados Unidos	Inicios de viviendas	Ago	1,575 M	1,445 M	1,404 M
21-sep-22	Estados Unidos	Decisión de tipos de interés	21 Sep	3,25%	3,25%	2,50%
22-sep-22	Estados Unidos	Nuevas peticiones de subsidio por desempleo	12 Sep, w/e	213 mil	218 mil	208 mil
22-sep-22	Eurozona	Confianza del consumidor	Sep (p)	-28,80	-25,80	-25,00
22-sep-22	Reino Unido	Decisión de tipos de interés	Sep	2,25%	2,25%	1,75%
23-sep-22	Reino Unido	PMI compuesto	Sep (p)	48,40	49,00	49,60
23-sep-22	Eurozona	PMI compuesto	Sep (p)	48,20	48,20	48,90
23-sep-22	Estados Unidos	PMI compuesto	Sep (p)	49,30	-	44,60

Fuente: Thomson Reuters Eikon, Investing y Econoday

estimación de inflación PCE de 2022 en 0,2 puntos porcentuales (p.p.) frente a la previsión de junio (5,2%), situándola en el nivel del 5,4%, muy superior al objetivo de largo plazo de 2%. En términos de crecimiento, la variación anual del PIB sería del 0,2% en 2022, 1,5 p.p. menos que el 1,7% proyectado hace tres meses.

### *Banco de Inglaterra incrementa tasa de interés de referencia por séptimo mes consecutivo: la llevó al nivel del 2,25%*

*Banco de Inglaterra subió en 50 pbs tasa de interés de referencia en septiembre.*

El Banco de Inglaterra realizó una subida de 50 pbs en la tasa de interés de referencia por segundo mes consecutivo situándola en el nivel 2,25%, el más alto en 14 años. De esta manera, el banco materializó el séptimo incremento en el marco del actual proceso de normalización monetaria. La decisión se tomó por mayoría: cinco miembros de la Junta apoyando un aumento de dicha magnitud. Tres participantes preferían un aumento de 75 pbs y tan solo uno votó por un aumento inferior.

Por otra parte, los miembros decidieron comenzar a reducir la tenencia de bonos del gobierno británico a un ritmo de 80 mil millones de libras esterlinas mensuales por los próximos doce meses, en línea con la estrategia de reducción de activos establecida en la reunión de política monetaria de agosto. Finalmente, la entidad corrigió a la baja su estimación del pico de inflación en 2022 del 13% al 11%, soportado por el programa de Garantía del Precio de la Energía impulsado por la nueva primera ministra Liz Truss, con el que se busca limitar el costo de las facturas energéticas de hogares e industria.

### *Confianza del consumidor de Zona Euro sigue en declive: alcanzó el nivel del -28,8 en septiembre*

En septiembre, la confianza del consumidor de la Zona Euro tocó uno de sus niveles más bajos registrados al ubicarse en -28,8 puntos, inferior al -25,0 pts del mes anterior y el -

**Tabla 1. Proyecciones Económicas del FOMC**

Indicador	2022	2023	2024	2025	Largo plazo
<b>Crecimiento del PIB (%)</b>	<b>0,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>
Proyección en junio 2022	1,7	1,7	1,9		1,8
Cambio	-1,5	-0,5	-0,2		0,0
<b>Tasa de desempleo (%)</b>	<b>3,8</b>	<b>4,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,0</b>
Proyección en junio 2022	3,7	3,9	4,1		4,0
Cambio	0,1	0,5	0,3		0,0
<b>Inflación PCE (%)</b>	<b>5,4</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>
Proyección en junio 2022	5,2	2,6	2,2		2,0
Cambio	0,2	0,2	0,1		0,0
<b>Inflación PCE núcleo (%)</b>	<b>4,5</b>	<b>3,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	
Proyección en junio 2022	4,3	2,7	2,3		
Cambio	0,2	0,4	0,0		

Fuente: Reserva Federal (Fed). Cálculos Corficolombiana.

25,8 pts esperado por el consenso de analistas. Además, los recientes resultados del Índice de Gestores de Compras (PMI por sus siglas en inglés) evidenciaron un deterioro de la actividad manufacturera y de servicios durante el mismo mes: el PMI manufacturero cayó al nivel de 48,5 unidades tras las 49,6 registradas en el mes anterior. El PMI de servicios, por su parte, se ubicó en 48,9 unidades (ant: 49,8), lo que situó al PMI compuesto en 48,2 unidades. De esta manera, los tres indicadores se ubicaron por debajo del umbral de 50 unidades que denota un deterioro en la actividad privada respecto al mes anterior.

Las cifras evidencian las dificultades económicas que atraviesa la región tras el conflicto en Ucrania y el consecuente encarecimiento de la energía, alimentando las perspectivas de una recesión en los próximos meses.

### *Tasa de cambio en Colombia: las presiones devaluacionistas no se relajan tras decisión de política monetaria de la Fed*

En línea con el contexto externo explicado previamente, el tipo de cambio USDCOP avanzó levemente durante la semana pasada y cerró en 4.438 pesos por dólar.

*El tipo de cambio cerró la semana en \$4.438. Lo que supone una depreciación del 0,1% frente al viernes anterior.*

En efecto, la divisa se depreció un 0,1% respecto al cierre del viernes anterior, lo que supone un avance semanal de 3 pesos. El comportamiento de la moneda ocurre en línea con la reunión de política monetaria de la Fed, en la que i) el aumento de 75 pbs en la tasa de interés, ii) la actualización al alza del *dot plot* sobre las expectativas de la tasa de cierre de año y iii) el discurso más *hawkish* de Powell, fueron en detrimento de la cotización de los activos de países emergentes, entre ellos sus monedas. De esta manera, se renovó el apetito por dólar a nivel global y, tanto las monedas desarrolladas como latinoamericanas, se debilitaron en la misma línea.

Así mismo, el avance en el peso colombiano se da en medio de una caída en los precios del crudo, aludiendo a la perspectiva de una demanda global más débil a raíz de una inflación más persistente y un proceso de normalización monetaria en las economías desarrolladas que no da tregua. En efecto, el precio de la referencia Brent cerró el viernes en 85,0 dpb y el WTI en 79,4 dpb. El índice DXY, por su parte, cerró el viernes en 112,9 unidades, lo que supuso un avance semanal de 3,1%.

Finalmente, durante la semana pasada se negociaron USD 4.404 millones en la sesión *spot*, lo que significó un promedio diario de negociación de USD 880 millones. El valor máximo alcanzado durante la semana fue de \$4.461 por dólar y se registró el viernes. El valor mínimo por su parte fue de \$4.365 y se alcanzó en la sesión del jueves.



### Principales indicadores financieros de la semana

Principales indicadores	País	Cierre	Variación		
			Semanal	12 meses	Año corrido
TRM	Colombia	4426,47	0,29%	18,41%	11,19%
Dólar Interbancario	Colombia	4438,50	0,07%	15,77%	9,05%
USDBRL	Brasil	5,26	0,06%	-0,56%	-7,44%
USDCLP	Chile	968,76	5,08%	23,00%	13,78%
USDPEN	Perú	3,91	0,94%	-4,94%	-1,95%
USDMXN	México	20,18	0,74%	0,45%	-1,62%
USDJPY	Japón	143,32	0,25%	30,53%	24,27%
EURUSD	Europa	0,97	-3,20%	-17,09%	-14,22%
GBPUSD	Gran Bretaña	1,09	-4,94%	-20,33%	-19,42%
DXY - Dollar Index		113,19	3,12%	21,11%	17,65%

Fuente: Refinitiv Eikon

# Actividad económica local

**Laura Daniela Parra**

Analista de Economía Local

[laura.parra@corficolombiana.com](mailto:laura.parra@corficolombiana.com)

- La actividad productiva se mantuvo relativamente estable en julio (vs junio). En términos anuales, el ISE creció 6,4%.

## › La actividad productiva se mantuvo relativamente estable en julio

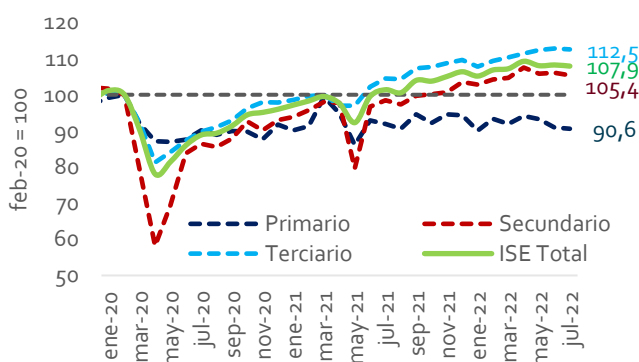
El Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) presentó una contracción mensual de 0,3% en julio (ant: 0,2%), llevando a la actividad económica a situarse en niveles 7,9% por encima del nivel pre-pandemia. Lo anterior resultó en reducción de la tasa de crecimiento anual, desde 8,6% a 6,4%, en línea con una base estadística más elevada y la relativa estabilidad en términos mensuales.

En términos mensuales, las tres grandes ramas de actividad presentaron variaciones negativas. El sector secundario presentó la contracción más elevada, al caer 0,7% frente a junio, como resultado de una variación negativa del sector de construcción que no pudo ser compensada por el crecimiento de 0,3% m/m de la industria manufacturera.

Por su parte, el sector primario registró su tercera contracción mensual consecutiva. En este mes en particular, el desempeño de los cultivos de banano, la yuca y el plátano impulsaron a la baja la variación. Por su parte, la explotación de minas y canteras se mantiene como otra fuente de debilidad estructural, pues la extracción de petróleo y gas se mantiene cerca de 8% por debajo del referente pre-pandemia y la extracción de carbón, aunque se ha recuperado, permanece en niveles 35% por debajo de dicho umbral.

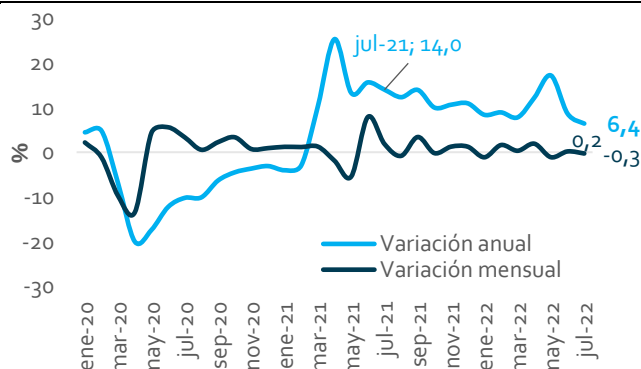
Finalmente, las actividades terciarias presentaron tendencias encontradas, con información y comunicaciones y actividades inmobiliarias como los únicos rubros que presentaron tasas de expansión positivas. Vale la pena mencionar que la rama de comercio, transporte y almacenamiento disminuyó 0,4% m/m tras el primer día sin IVA (ant: 1,2%).

**ISE y ramas de actividad en niveles**



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana

**Variación del ISE**



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana

Así las cosas, en términos anuales, el ISE aumentó 6,4% de acuerdo con la serie original (ant: 8,6%) impulsado por las contribuciones de i) comercio, transporte y almacenamiento, alojamiento y servicios de comida (ii) administración pública y defensa, educación y salud y iii) actividades artísticas, de entretenimiento y recreación, rubros que en conjunto explicaron el 56% del resultado anual. Todas las grandes ramas de actividad presentaron variaciones positivas a excepción del sector agropecuario. Este es el único sector que tiene una actividad inferior a su referente pre-pandemia.

### Variación del ISE y sus componentes

Rubro	Variación			
	Anual	Mensual	Trienal anualizada	vs feb-20
<b>ISE</b>	6,4	-0,3	3,0	7,9
<b>Sector primario</b>	-1,7	-0,3	-2,4	-9,4
<b>Sector secundario</b>	7,1	-0,7	0,8	5,4
<b>Sector terciario</b>	7,6	-0,2	4,6	12,5
Servicios públicos	2,9	-0,5	2,0	4,3
Comercio	9,6	-0,4	5,8	10,0
Info y comunicaciones	15,5	1,1	8,1	28,1
Financiero	7,6	-3,2	3,4	9,8
Inmobiliario	2,0	0,2	1,9	4,7
Actividades profesionales	8,6	-2,7	4,0	11,9
Adm. Pública y entretenimiento	7,8	-0,9	5,3	16,2

Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

## Cifras al cierre de la semana

### Tasas de referencia

Tasa	Último	Una semana atrás	Variación semanal (pbs)	Un mes atrás	Cierre 2021	Un año atrás
DTF E.A. (22 ago- 26 ago)	10,69%	11,15%	-46,0	10,43%	3,08%	2,05%
DTF T.A. (22 ago- 26 ago)	10,03%	10,43%	-40,4	9,80%	3,15%	2,02%
IBR E.A. overnight	9,04%	9,01%	3,0	9,01%	2,99%	1,78%
IBR E.A. a un mes	10,10%	9,82%	27,5	9,00%	3,05%	1,98%
TES - Julio 2024	11,81%	11,90%	-8,6	11,02%	6,83%	5,33%
Tesoros 10 años	3,69%	3,45%	23,1	3,06%	1,51%	1,43%
Global Brasil 2025	5,25%	4,77%	47,9	4,53%	1,69%	1,69%
LIBOR 3 meses	3,64%	3,17%	47,4	3,00%	0,21%	0,13%

Fuente: BanRep, Superfinanciera, Thomson Reuters Eikon

### Evolución del portafolio

Indicador	Último	Variación semanal	Variación último mes	Variación año corrido	Variación 12 meses
Deuda Pública – IDP Corficolombiana	44827,00	0,02%	0,07%	0,60%	0,82%
COLCAP	1157,27	-4,32%	-10,26%	-17,98%	-11,68%
COLEQTY	788,37	-4,13%	-9,96%	-20,48%	-13,89%
Cambiarío – TRM	4426,47	-0,21%	0,42%	10,01%	15,13%
Acciones EEUU - Dow Jones	29590,41	-4,00%	-10,09%	-18,70%	-14,88%

Fuente: BanRep, Superfinanciera, Thomson Reuters, BVC, Corficolombiana

## Calendario económico

### Estados Unidos

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
27-sep-22	Pedidos de bienes duraderos (m/m)	Ago	-1,1%	-0,1%
27-sep-22	Confianza del consumidor de The conference Board	Sep	104,0	103,2
27-sep-22	Ventas de viviendas nuevas	Ago	500 mil	511 mil
29-sep-22	PIB	T2	-0,6%	-0,6%
29-sep-22	Nuevas peticiones de subsidio por desempleo	19 Sep, w/e	-	213 mil
30-sep-22	Gasto Personal (m/m)	Ago	0,2%	0,1%
30-sep-22	Precios del gasto en consumo personal subyacente (m/m)	Ago	0,3%	0,1%
30-sep-22	Confianza del consumidor de la Universidad de Michigan	Sep	59,5	60

Fuente: Thomson Reuters

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

### Eurozona

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
29-sep-22	Confianza del consumidor	Sep	-	-28,8
30-sep-22	IPC (a/a)	Sep	9,4%	9,1%
30-sep-22	Tasa de desempleo	Ago	6,6%	6,6%

Fuente: Thomson Reuters

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

### Reino Unido

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
29-sep-22	PIB (t/t)	T2	-	-0,1%
29-sep-22	PIB (a/a)	T2	-	2,9%

Fuente: Thomson Reuters

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

### Colombia

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
26-sep-22	Tasa de desempleo	Ago	-	11,0%
30-sep-22	Decisión de tipos de interés	Oct	-	9,0%

Fuente: Thomson Reuters

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

### Argentina

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
26-sep-22	Actividad económica (a/a)	Jul	6,0%	6,4%

Fuente: Thomson Reuters

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

**Brasil**

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
27-sep-22	IPC a mediados del mes	Sep	-0,81%	-0,73%
28-sep-22	IPP (m/m)	Ago	-	1,21%
29-sep-22	Índice de inflación IGP-M	Sep	-0,54%	-0,70%
30-sep-22	Tasa de desempleo	Ago	-	9,10%

Fuente: Thomson Reuters

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

**México**

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
26-sep-22	Actividad económica (a/a)	Jul	-	1,6%
26-sep-22	Actividad económica (m/m)	Jul	-	-0,3%
27-sep-22	Tasa de desempleo	Ago		3,2%
29-sep-22	Decisión de tipos de interés	Sep	8,5%	8,5%

Fuente: Thomson Reuters

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

**Alemania**

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
26-sep-22	Índice Ifo de confianza empresarial en Alemania	Sep	87,00	88,50
29-sep-22	IPC (m/m)	Sep (p)	0,3%	0,3%
29-sep-22	IPC (a/a)	Sep (p)	8,8%	7,9%
30-sep-22	Ventas minoristas (m/m)	Ago	-1,0%	1,9%
30-sep-22	Ventas minoristas (a/a)	Ago	-5,0%	-2,6%
30-sep-22	Tasa de desempleo	Sep	5,6%	5,5%

Fuente: Thomson Reuters

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

**Francia**

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
28-sep-22	Confianza al consumidor	Sep	79,0	82,0
30-sep-22	IPC (a/a)	Sep (p)	-	6,6%
30-sep-22	IPC (m/m)	Sep (p)	-	0,5%
30-sep-22	Precios al productor (m/m)	Ago	-	1,6%
30-sep-22	Precios al productor (a/a)	Ago	-	27,2%

Fuente: Thomson Reuters

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

### Japón

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
25-sep-22	PMI manufacturero	Sep (p)		51,5
25-sep-22	PMI compuesto	Sep (p)		49,4
25-sep-22	PMI servicios	Sep (p)		50
29-sep-22	Tasa de desempleo	Ago	2,5%	2,6%
29-sep-22	Producción Industrial (m/m)	Ago	0,2%	0,8%
29-sep-22	Producción Industrial (a/a)	Ago	-	-1,2%
29-sep-22	Ventas minoristas (a/a)	Ago	2,8%	2,4%

Fuente: Thomson Reuters

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

### China

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
29-sep-22	PMI manufacturero	Sep	49,2	49,4
29-sep-22	PMI compuesto	Sep	-	51,7
29-sep-22	PMI no manufacturero	Sep	-	52,6
29-sep-22	PMI manufacturero de Caixin	Sep	50,2	49,5

Fuente: Thomson Reuters

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

## Proyecciones económicas

	2019	2020	2021	2022p	2023p
<b>Actividad Económica</b>					
<b>Crecimiento real</b>					
PIB (%)	3,2	-7,0	10,7	8,0	1,8
Consumo Privado (%)	4,1	-5,0	14,8	11,4	3,4
Consumo Público (%)	5,3	-0,6	10,3	5,9	4,8
Formación Bruta de Capital Fijo (%)	2,2	-23,3	11,2	7,5	-1,6
Exportaciones (%)	3,1	-22,7	14,8	18,0	-2,3
Importaciones (%)	7,3	-20,5	28,7	25,1	1,2
<b>Contribuciones (puntos porcentuales)</b>					
Consumo Privado (p.p.)	2,7	-3,4	10,4	8,2	2,4
Consumo Público (p.p.)	0,8	-0,1	1,8	0,9	0,6
Formación Bruta de Capital Fijo (p.p.)	0,5	-4,9	2,1	1,4	-0,3
Exportaciones (p.p.)	0,5	-3,6	2,0	2,9	-0,5
Importaciones (p.p.)	1,5	-4,4	5,9	6,1	0,4
<b>Precios</b>					
Inflación, fin de año (%)	3,8	1,6	5,6	11,5	7,1
Inflación, promedio anual (%)	3,5	2,5	3,5	9,9	8,9
<b>Tasas de Interés</b>					
Tasa de interés de política monetaria, fin de año (%)	4,25	1,75	3,00	11,00	7,50
DTF E.A., fin de año (%)	4,52	1,93	3,08	11,60	7,90
TES TF 2 años	4,70	2,77	6,36	11,40	7,25
TES TF 10 años	6,41	5,75	8,38	12,35	9,05
<b>Finanzas Públicas</b>					
Balance fiscal total Gobierno Nacional Central (GNC) (% PIB)	-2,5	-7,8	-7,1	-4,8	-3,6
Balance fiscal primario GNC (% PIB)	0,7	-4,9	-3,7	-1,0	0,4
Deuda bruta GNC (% PIB)*	50,2	64,7	63,8	61,9	61,0
<b>Sector Externo</b>					
Tasa de cambio, fin de año (COP/USD)	3.277	3.433	3.981	4.326	4.082
Tasa de cambio, promedio anual (COP/USD)	3.282	3.693	3.744	4.156	4.163
Cuenta corriente de la balanza de pagos (% PIB)	-4,6	-3,4	-5,6	-5,0	-4,3
Inversión extranjera directa (% PIB)	4,3	2,7	3,1	5,3	4,4



## Equipo de investigaciones económicas

---

### Jose Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

[jose.lopez@corficolombiana.com](mailto:jose.lopez@corficolombiana.com)

### Macroeconomía y Mercados

---

#### Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext. 70231

[julio.romero@corficolombiana.com](mailto:julio.romero@corficolombiana.com)

#### Laura Daniela Parra

Analista de Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 70020

[laura.parra@corficolombiana.com](mailto:laura.parra@corficolombiana.com)

#### Diego Alejandro Gómez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

[diego.gomez@corficolombiana.com](mailto:diego.gomez@corficolombiana.com)

#### Maria Paula Gonzalez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69987

[paula.gonzalez@corficolombiana.com](mailto:paula.gonzalez@corficolombiana.com)

#### Laura Gabriela Bautista

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

[gabriela.bautista@corficolombiana.com](mailto:gabriela.bautista@corficolombiana.com)

#### Jenny Julieth Moreno

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70906

[jenny.moreno@corficolombiana.com](mailto:jenny.moreno@corficolombiana.com)

#### Felipe Espitia

Especialista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

[felipe.espitia@corficolombiana.com](mailto:felipe.espitia@corficolombiana.com)

### Renta Variable

---

#### Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

[andres.duarte@corficolombiana.com](mailto:andres.duarte@corficolombiana.com)

### Finanzas Corporativas

---

#### Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 70019

[rafael.espana@corficolombiana.com](mailto:rafael.espana@corficolombiana.com)

#### Jaime Andres Cardenas

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

[jaime.cardenas@corficolombiana.com](mailto:jaime.cardenas@corficolombiana.com)

#### Diana Valentina Lopez

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

[diana.lopez@corficolombiana.com](mailto: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](mailto:maria.orbezo@corficolombiana.com)

#### Jose Luis Mojica

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

[jose.mojica@corficolombiana.com](mailto:jose.mojica@corficolombiana.com)

#### Juan Camilo Pardo

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

[juan.pardo@corficolombiana.com](mailto: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 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.