

Informe mensual de Divisas

Perspectiva octubre 2023

| Resumen

- Septiembre ha proporcionado más pruebas de que el crecimiento económico global ha alcanzado su punto máximo. La inflación posterior a la pandemia, junto con el consecuente aumento de las tasas de interés, sigue ejerciendo presión sobre la actividad económica a nivel mundial, lo que reduce las perspectivas de crecimiento.
- A medida que nos acercamos al pico de las tasas de interés oficiales en todo el mundo, es crucial que los participantes del mercado se enfoquen en la rapidez con la que los bancos centrales podrían adoptar una política monetaria más flexible. La tendencia predominante entre los bancos centrales de las economías avanzadas parece ser mantener tasas más altas por más tiempo. En nuestro escenario base, prevemos que la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos comenzará un ciclo de flexibilización a finales del primer semestre de 2024, con una reducción de 25 puntos básicos en las tasas de interés. Sin embargo, esta opinión depende en gran medida de la perspectiva de una recesión leve y suave en Estados Unidos a principios de 2024. Como mencionamos anteriormente, las posibilidades de un aterrizaje suave parecen estar aumentando, lo que podría llevar a que las tasas se mantengan en niveles actuales durante más tiempo.
- El petróleo terminó septiembre a US\$90,79 dólares el barril, un aumento del 8,6% en el mes y del 13,1% en el año. Sin embargo, cayó los dos últimos días del mes y las ventas fueron más intensas cuando alcanzó los US\$95,03 dólares cerca al final del mes. El petróleo todavía ha bajado un -25,6% desde el máximo de 2022 de US\$122,11 y un 42,3% desde el máximo de 2008 de US\$142,31.
- También creemos que el peso colombiano (COP) tendrá dificultades a medida que las autoridades del BanRep se acerquen a recortes agresivos de las tasas de interés en el 2T24. La reducción del riesgo político y el aumento de los precios del petróleo podrían compensar la reducción de los diferenciales de tasas de interés, pero no impedir la depreciación por completo.

Héctor Wilson Tovar

Gerente de Investigaciones
Económicas
wtovar@accivalores.com
(601) 3907400 ext 1107

María Alejandra Martínez

Directora de Investigaciones
Económicas
maria.martinez@accivalores.co
(601) 3907400 ext 1566

Cristian Enrique Peláez

Analista Divisas
cristian.pelaez@accivalores.com
(601) 3907400 ext 1300

Jahnisi Arley Cáceres

Analista Renta Variable
jahnisi.caceres@accivalores.co
(601) 3907400 ext 1300

Juan Sebastián Acosta

Analista Renta Fija
juan.acosta@accivalores.com
(601) 3907400 ext 1300

Diana Valentina González

Practicante
diana.gonzalez@accivalores.co



**Escuche nuestro
análisis mensual**



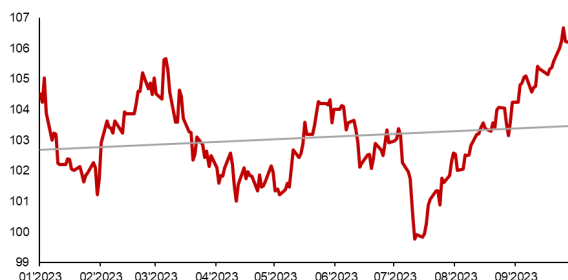
| Mercado internacional

Lo que pasó en septiembre:

Crecimiento económico soporta al dólar

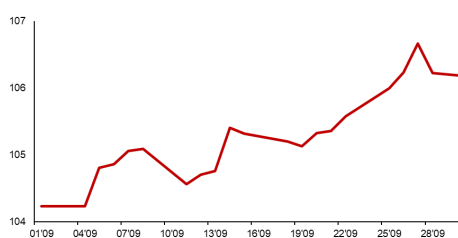
Septiembre ha proporcionado más pruebas de que el crecimiento económico global ha alcanzado su punto máximo. La inflación posterior a la pandemia, junto con el consecuente aumento de las tasas de interés, sigue ejerciendo presión sobre la actividad económica a nivel mundial, lo que reduce las perspectivas de crecimiento.

Evolución DXY YTD



Fuente: YF - Investigaciones Económicas ACVA

Evolución mensual DXY



Fuente: YF - Investigaciones Económicas ACVA

En el segundo trimestre de 2023, el Producto Interno Bruto (PIB) de las economías del G20 experimentó una desaceleración, registrando un modesto aumento del 0,7% en comparación con el ritmo de crecimiento observado a principios de año. A pesar de un crecimiento interanual del PIB del G20 del 3,5% en el segundo trimestre, este aumento se debió en su totalidad a efectos de base relacionados con las débiles cifras de 2022. Es altamente probable que este crecimiento del segundo trimestre sea el punto más alto, y anticipamos una desaceleración en los próximos trimestres. De hecho, los indicadores principales sugieren que la actividad económica global ya está mostrando signos de debilitamiento desde agosto.

En contraste, Estados Unidos ha mantenido un crecimiento económico bastante sólido hasta el momento. Las nóminas no agrícolas de agosto aumentaron en 187 mil, aunque este crecimiento no es tan robusto como a principios de año, todavía se encuentra por encima de niveles recesivos. Las sólidas lecturas del índice ISM de servicios y las ventas minoristas también indican que el consumo sigue siendo fuerte por el momento. La resistencia del consumidor ha sido la fuerza impulsora detrás de nuestras revisiones al alza constantes en las previsiones de crecimiento, lo que ha aumentado la probabilidad de un aterrizaje suave; y ha contribuido a una proyección de crecimiento del PIB de Estados Unidos cercana al 2,2% para 2023.

En septiembre, también se produjeron noticias económicas sorprendentemente positivas en China. Las ventas minoristas y la producción industrial de agosto superaron las expectativas, aumentando un 4,6% y un 4,5% interanual, respectivamente. Estas cifras generaron esperanzas de que las medidas políticas implementadas por las autoridades en los últimos meses están comenzando a estabilizar la economía. Aunque estas medidas incluyen reducciones en las tasas de interés interbancarias y de referencia, así como incentivos para los propietarios de viviendas, y reducciones en los requisitos de pago inicial, no estamos completamente convencidos de que se haya logrado la estabilización. Dado que los sectores inmobiliarios siguen bajo presión, no vemos razones para elevar nuestras previsiones de crecimiento del PIB. Mantenemos nuestra estimación de que la economía crecerá un 4,8% este año y solo un 4,2% en 2024.

Por otro lado, algunas economías clave están experimentando un claro deterioro en sus perspectivas de crecimiento. En la eurozona, el crecimiento del PIB en el segundo trimestre de 2023 se revisó a la

baja, mostrando un modesto aumento trimestral del 0,1%. Tanto el gasto de consumo como el gasto de inversión muestran un crecimiento apenas positivo en detalle. Los indicadores de sentimiento, en particular los PMI manufacturero y de servicios de la eurozona en los últimos meses, sugieren que la economía de la eurozona podría estar encaminándose hacia una contracción en el tercer trimestre de 2023, liderada por Alemania. Sin embargo, los ingresos reales de los hogares y las ganancias corporativas se han mantenido relativamente sólidos. Con un aumento en los ingresos reales y ganancias empresariales estables, esto podría limitar la magnitud de la desaceleración económica en la eurozona. Ahora prevemos un crecimiento del PIB de la eurozona del 0,4% en 2023 y del 0,8% en 2024.

El Reino Unido también enfrenta desafíos económicos y es probable que entre en recesión antes de finales de 2023. Hasta hace poco, la inflación de salarios y precios se mantuvo persistentemente alta, lo que llevó al Banco de Inglaterra (BoE) a aumentar las tasas de interés de manera constante. Actualmente, los ingresos reales de los hogares están en territorio negativo, lo que ejerce presión sobre los flujos de efectivo de las familias. Los costos de intereses como porcentaje del ingreso disponible de los hogares han aumentado considerablemente, y se espera que sigan aumentando en los próximos trimestres. Dado que las encuestas de confianza también han sido más débiles en los últimos meses, anticipamos que la economía entrará en una leve recesión en el cuarto trimestre de 2023 y el primer trimestre de 2024.

En cuanto a la política monetaria, septiembre fue un mes activo para los bancos centrales. Algunos aumentaron las tasas de interés, otros las mantuvieron sin cambios, y ciertos bancos centrales aplicaron recortes en sus tasas oficiales.

Los bancos centrales que adoptaron una postura más restrictiva incluyeron al Banco Central Europeo (BCE), que elevó su tasa de depósito en 25 puntos básicos al 4%, alcanzando así un máximo histórico. Otros bancos centrales europeos también aumentaron las tasas de interés, como el Riksbank y el Norges Bank. Además, la Reserva Federal (Fed) de EE. UU. comunicó un mensaje agresivo en cuanto a la política monetaria, dejando abierta la posibilidad de un aumento de tasas antes de fin de año y señalando una postura más alta por más tiempo; debido a la persistente inflación y el mercado laboral ajustado.

Los bancos centrales de los mercados emergentes también adoptaron una política monetaria agresiva en septiembre. El Banco Central de Turquía aumentó las tasas en 500 puntos básicos, mientras que el Banco de Rusia realizó ajustes adicionales debido a la depreciación de la moneda y el riesgo inflacionario. En Filipinas, las tasas se mantuvieron estables.

En una decisión inusual, el Banco de Inglaterra (BoE), que ha estado lidiando con una inflación aguda, mantuvo su tasa de interés oficial en 5.25% en lugar de subirla en 25 puntos básicos. Observaron una evolución mixta en los indicadores de persistencia de la inflación, lo que podría indicar que se han alcanzado los niveles máximos en el Reino Unido. En respuesta, esperamos que el BoE mantenga su tasa oficial en 5.25% durante un período prolongado.

A pesar de los aumentos en las tasas de política monetaria, el BCE también dio la indicación más clara hasta el momento de que las tasas de interés pueden haber alcanzado su máximo para el ciclo actual. En su declaración oficial, el BCE afirmó que las tasas de interés han alcanzado niveles que, si se mantienen durante un período suficientemente largo, contribuirán significativamente a la vuelta oportuna de la inflación a su objetivo. Interpretamos esto como una señal de que el BCE no tiene planes inmediatos de recortar tasas, pero que podría hacerlo en los próximos trimestres. Por el momento, anticipamos que el BCE mantendrá tasas elevadas durante al menos los próximos trimestres antes de considerar un ciclo de flexibilización.

Expectativas por Flexibilización y Devaluación del USD

A medida que nos acercamos al pico de las tasas de interés oficiales en todo el mundo, es crucial que los participantes del mercado se enfoquen en la rapidez con la que los bancos centrales podrían adoptar una política monetaria más flexible. Como mencionamos anteriormente, la tendencia predominante entre los bancos centrales de las economías avanzadas parece ser mantener tasas más altas por más tiempo. Nuestra perspectiva actual es que los bancos centrales del G10 pueden tomar

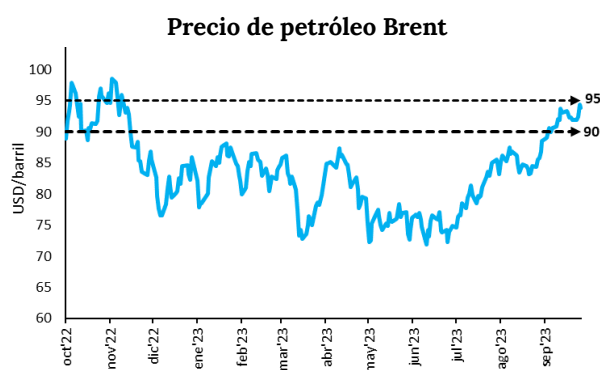
un poco más de tiempo para considerar seriamente la flexibilización de la política monetaria. En nuestro escenario base, prevemos que la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos comenzará un ciclo de flexibilización a finales del primer semestre de 2024, con una reducción de 25 puntos básicos en las tasas de interés. Sin embargo, esta opinión depende en gran medida de la perspectiva de una recesión leve y suave en Estados Unidos a principios de 2024. Como mencionamos anteriormente, las posibilidades de un aterrizaje suave parecen estar aumentando, lo que podría llevar a que las tasas se mantengan en niveles actuales durante más tiempo.

En sus últimas proyecciones, la Fed anticipa que las tasas de interés permanecerán elevadas durante un período prolongado, llegando al 5,625% a fines de 2023 y al 5,125% en 2024. Si las condiciones económicas en Estados Unidos siguen siendo sólidas, los riesgos apuntan claramente hacia una flexibilización posterior. La idea de tasas más altas por más tiempo también influye en nuestras expectativas para algunos bancos centrales del G10. En el caso de la eurozona, el Reino Unido, Canadá, Suiza, Australia, Nueva Zelanda y Suecia, no anticipamos recortes de tasas hasta el segundo trimestre de 2024 en la mayoría de los casos, y estos posiblemente comenzarán con una modesta disminución de 25 puntos básicos.

Muchos de estos bancos centrales, incluyendo al BCE y el BoE, han enfatizado la necesidad de mantener tasas de interés oficiales en niveles elevados durante un período prolongado para asegurar que la inflación regrese a su objetivo con el tiempo. Además, la inflación salarial sigue siendo alta en muchas de las principales economías, y la inflación subyacente del IPC en las economías de la OCDE disminuye gradualmente. Varios bancos centrales también citan la sensibilidad a las presiones salariales y la inflación en el sector de servicios como razones para ser cautelosos en cuanto a la flexibilización prematura de la política monetaria. Por lo tanto, aunque prevemos una recesión leve en Estados Unidos a principios de 2024 y que los recortes de tasas de los bancos centrales del G10 comiencen en el primer y segundo trimestre de 2024, creemos que los riesgos apuntan claramente hacia recortes de tasas que comiencen a finales de 2024.

Petróleo presiona la inflación y defiende algunas monedas como el COP

El petróleo terminó septiembre a US\$90,79 dólares el barril, un aumento del 8,6% en el mes y del 13,1% en el año. Sin embargo, cayó los dos últimos días del mes y las ventas fueron más intensas cuando alcanzó los US\$95,03 dólares cerca al final del mes. El petróleo todavía ha bajado un -25,6% desde el máximo de 2022 de US\$122,11 y un 42,3% desde el máximo de 2008 de US\$142,31.



Fuente: EIA- Investigaciones Económicas ACVA

El precio promedio nacional de la gasolina de la Asociación Estadounidense del Automóvil (AAA) ha caído un 5,6% desde el máximo del 18 de septiembre de US\$3,88 por galón a US\$3,82. De hecho, el precio AAA finalizó septiembre con una caída de alrededor del 0,1%. La tendencia parece real hasta el próximo verano, cuando los precios subirán.

Y es que la creciente preocupación de los bancos centrales se centra ahora en los elevados precios del petróleo, lo que complica aún más el actual dilema al que se enfrentan: cómo equilibrar economías en desaceleración, una inflación que se mantiene elevada y el impacto diferido de tasas

de interés que han subido sin precedentes. Es interesante destacar que la respuesta a esta compleja situación varía entre los principales bancos centrales.

Mirando hacia el futuro, el reciente incremento en los precios del petróleo añadirá una capa adicional de complejidad, ya que, exacerbando la desaceleración económica, también impulsará la inflación (o al menos frenará la tendencia deflacionaria). El equilibrio entre el crecimiento y la inflación se tornará aún más esquivo, y las decisiones futuras sobre las tasas de interés no dependerán únicamente de estas dos variables, sino también de la credibilidad de los bancos centrales. En este contexto, aquellos bancos centrales que estén particularmente preocupados por su credibilidad y por el impacto a largo plazo en las expectativas de inflación podrían optar por mantener un curso de aumentos en las tasas de interés.

Es probable que el repunte en los precios del petróleo continúe, aunque no parece ser sostenible a largo plazo. Los precios del petróleo han experimentado un aumento de más del 25% en el 3T23, llegando brevemente a los US\$95 por barril. En este contexto se anticipa que los precios del petróleo superarán los US\$100 por barril en un futuro cercano, debido a los recortes en la producción por parte de los países de la OPEP+ que compensarán la disminución en la demanda provocada por la desaceleración de la economía global.

No obstante, no prevemos que los precios del petróleo se mantengan por encima de los US\$100 por barril durante mucho tiempo, ya que se espera una menor demanda y la presión política para aumentar la oferta, lo que debería llevar a que los precios del petróleo vuelvan a niveles ligeramente superiores a los US\$90 dólares por barril.

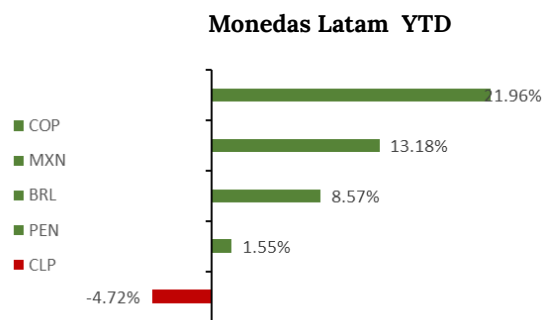
Bancos Centrales Emergentes atentan contra sus divisas al bajar tasas

En lo que respecta a la flexibilización monetaria en economías emergentes, algunas instituciones ya están liderando el camino hacia la reducción de tasas de interés. En particular, los bancos centrales de América Latina y Europa del Este han reducido sus tasas de interés oficiales. En América Latina, el Banco Central de Chile comenzó su ciclo de flexibilización con un recorte de 100 puntos básicos en julio y continuó con una reducción de 75 puntos básicos a principios de septiembre. El Banco Central de Brasil inició su ciclo de flexibilización con un recorte de 50 puntos básicos en agosto, seguido de otro recorte similar a principios de septiembre. El Banco Central del Perú también optó por comenzar a reducir las tasas de política en septiembre, con un recorte inicial de 25 puntos básicos.

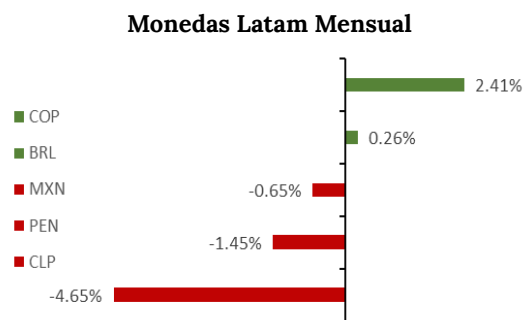
En Europa del Este, el Banco Central de Hungría ha tomado medidas rápidas para aliviar la presión sobre la actividad económica, implementando fuertes recortes de tasas. Por su parte, el Banco Central de Polonia inició un ciclo de flexibilización con una reducción más significativa de lo que los mercados esperaban.

Aunque la mayoría de los bancos centrales asiáticos aún no han reducido las tasas de interés, el Banco Popular de China ha flexibilizado gradualmente su política monetaria en los últimos meses, utilizando una combinación de modestos recortes en las tasas de interés de referencia y reducciones en los coeficientes de reservas obligatorias para estimular la actividad económica y respaldar el sector inmobiliario local.

En general, la mayoría de los bancos centrales de las economías emergentes están adoptando un enfoque gradual y cauteloso hacia la flexibilización monetaria. Incluso en el caso de los bancos centrales de mercados emergentes, es probable que las tasas de interés permanezcan más altas durante más tiempo de lo que habrían sido en circunstancias diferentes. Por ejemplo, en Chile, el ritmo de reducción de tasas ha disminuido recientemente, y el Banco Central de Brasil indicó que mantendrá un ritmo constante de reducciones de 50 puntos básicos en las próximas reuniones para mantener las expectativas de inflación bajo control. El Banco de México es una excepción, ya que se espera que comience a reducir las tasas en el primer trimestre de 2024 y adoptará una postura más prudente. A pesar de la tendencia hacia el objetivo de inflación, factores como los precios energéticos y de materias primas más altos, así como la falta de comunicaciones explícitas de recortes por parte del banco central, sugieren que el ciclo de flexibilización no comenzará antes de 2024.



Fuente: YF - Investigaciones Económicas ACVA



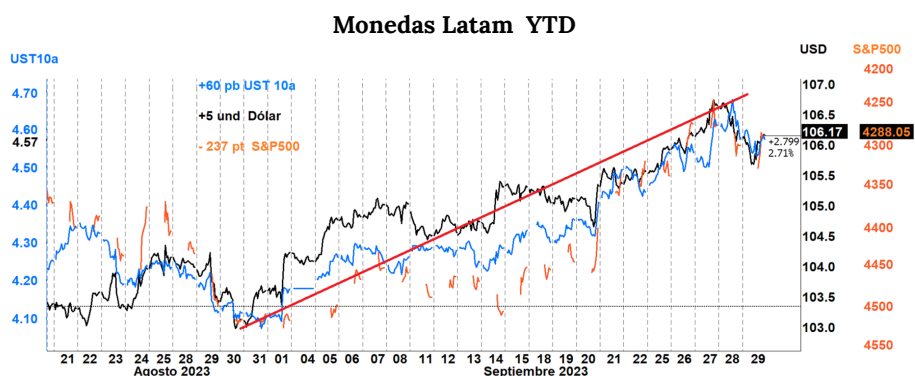
Fuente: YF - Investigaciones Económicas ACVA

En resumen, es probable que las tasas de interés en los mercados emergentes sigan disminuyendo en el futuro. En América Latina, podrían reducirse a un ritmo más rápido, con Chile y Brasil a la vanguardia. En Chile, se espera que las tasas terminen el 2023 cerca del 8,00%, lo que implica reducciones adicionales de 150 puntos básicos para fin de año. En Brasil, reducciones constantes de tasas de 50 puntos básicos hasta fines de año llevarían la tasa Selic al 11,75%. El Banco de México sigue siendo una excepción y es probable que adopte un enfoque más cauteloso. Se espera que Banxico comience a reducir las tasas de interés en el primer trimestre de 2024 y que mantenga las tasas estables hasta 2023.

Expectativas Dólar (USD) "alto por más tiempo"

La divergencia en las perspectivas de crecimiento entre las principales economía globales y la prolongada permanencia de tasas de interés elevadas están ejerciendo una influencia significativa en las expectativas del mercado de divisas. Como resultado, se anticipa que el dólar estadounidense (USD) mantenga su fortaleza en el corto plazo, con menos razones convincentes para una debilidad a largo plazo.

En lo que respecta a las perspectivas inmediatas del USD, dos factores clave respaldan su actual fortaleza: la resiliencia de la economía de Estados Unidos y la política de la Reserva Federal (FED) orientada hacia una política monetaria más estricta. Como mencionamos previamente, la tasa de crecimiento del empleo en EE. UU. aún está lejos de los niveles recesivos, y el crecimiento económico en general se mantiene sólido. Además, el anuncio más reciente de la política monetaria de la FED ha dejado abierta la posibilidad de un aumento adicional en las tasas de interés. Las proyecciones del Dot-Plot de la FED sugieren un incremento en la tasa de fondos federales para finales de 2023. Esta combinación debería impulsar la actual fortaleza del USD hasta finales de 2023.

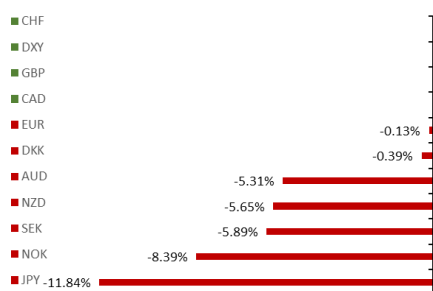


Fuente: YF - Investigaciones Económicas ACVA

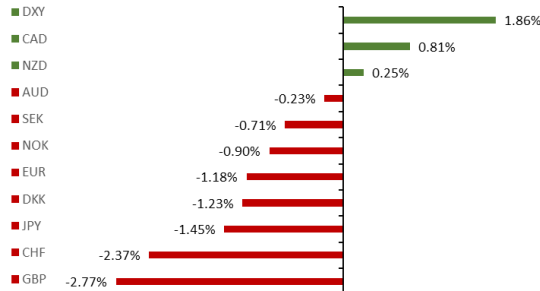
Extendiendo nuestra expectativa de fortaleza del USD hasta principios de 2024, considerando una perspectiva de aterrizaje económico suave cada vez más probable y la posibilidad de que la FED retrase su flexibilización hasta mediados del próximo año. A principios de 2024, anticipamos que el

dólar se fortalecerá particularmente frente al euro y la libra esterlina. Las condiciones económicas actuales en la eurozona y el Reino Unido indican un crecimiento significativamente más lento en ambas regiones, lo que, en nuestra opinión, ha llevado al Banco Central Europeo (BCE) y al Banco de Inglaterra a poner fin a sus respectivas políticas de ajuste.

Una recesión combinada con una pausa en las tasas de interés probablemente debilite al euro (EUR) y a la libra esterlina (GBP), lo que resultará en un bajo rendimiento en el primer trimestre de 2024. Nuestras previsiones apuntan a un tipo de cambio EUR/USD de 1.02 y un tipo de cambio GBP/USD de 1.16 a principios de 2024.

Monedas G10 YTD vs DXY


Fuente: YF - Investigaciones Económicas ACVA

Monedas G10 Mensual vs DXY


Fuente: YF - Investigaciones Económicas ACVA

Si bien es probable que la debilidad de las monedas del G10 sea más evidente en el caso de la libra y el euro, esperamos que otras monedas del G10 también muestren un desempeño inferior. La corona sueca, debido a una economía particularmente débil, y el franco suizo, dado el probable fin del ajuste monetario suizo, también deberían debilitarse. El dólar australiano podría caer debido a la persistente debilidad de la economía china y a la expectativa de que el Banco de la Reserva de Australia mantenga las tasas de interés sin cambios en las próximas reuniones.

Sin embargo, nuestra opinión sobre un USD más fuerte por más tiempo se aplica también a las monedas de los mercados emergentes (EMFX). En los próximos trimestres, esperamos que las EMFX se debiliten en general, en línea con la dinámica económica estadounidense. Además, la política monetaria más flexible en muchos países de mercados emergentes debería acentuar estas presiones de depreciación.

Además de los factores mencionados, la desaceleración económica en China, que aún no ha tocado fondo, contribuirá a la debilidad de las EMFX a corto plazo. La magnitud de la debilidad variará, y hasta el primer trimestre de 2024, anticipamos un bajo desempeño de las monedas más volátiles y con mayor riesgo (aunque con algunas excepciones).

Las monedas más vulnerables en el contexto económico global se encuentran principalmente en América Latina y Europa del Este. En América Latina, los recortes de tasas en Chile y su fuerte vínculo con China, junto con factores específicos como la reconstrucción de las reservas de divisas, mantendrán al peso chileno bajo presión en los próximos seis meses.

También prevemos que el real brasileño (BRL) podría poner a prueba el nivel psicológicamente importante de \$5,00 en el corto plazo debido a los recortes de tasas continuos del Banco Central de Brasil (BCB) y los riesgos fiscales en el horizonte. Sin embargo, una senda bien comunicada de reducción de la tasa Selic y la baja probabilidad de una aceleración en la disminución de tasas deberían limitar su depreciación.

En cuanto al peso mexicano (MXN) y el sol peruano (PEN), anticipamos cierta debilidad en los próximos meses, pero unos fundamentos sólidos y bancos centrales cautelosos deberían limitar el alcance de su debilidad. Sin embargo, en el caso del MXN, los riesgos políticos pueden influir en una mayor debilidad a principios de 2024, dada su vulnerabilidad a los cambios abruptos en el sentimiento de riesgo.

En la región de Europa Central y del Este (EMEA), el florín húngaro (HUF) probablemente tenga un desempeño inferior debido a la política del banco central que sigue reduciendo las tasas de interés de manera agresiva.

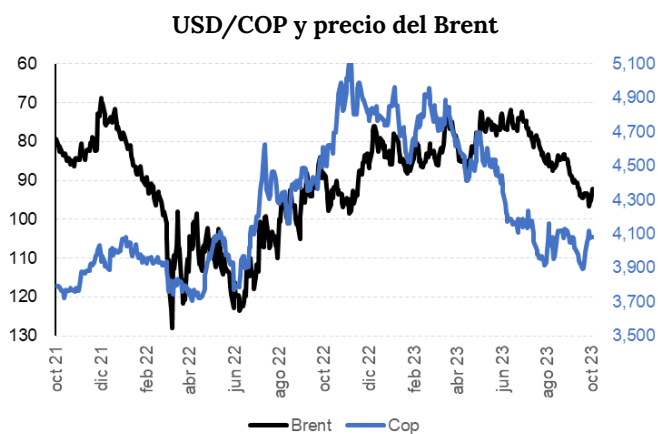
Peso Colombiano beneficiado de la política monetaria del Banrep y los altos precios del petróleo

En América Latina, Brasil, Perú y Chile impulsaron las tasas de la región a la baja, rompiendo con la narrativa de los países desarrollados, si bien en la región la inflación se ha desacelerado a diferentes ritmos. En Chile, el banco central recortó las tasas de política en 50 pb hasta el 9.5%, con lo que acumula ya un recorte de 175 pb desde el inicio del ciclo bajista. La decisión del año pasado de iniciar un ciclo de subidas tempranas ha ayudado a luchar contra la inflación, que ahora se sitúa en el 5.3%, significativamente menos que el 14.1% del verano pasado.

En el caso de Colombia, el ritmo de desaceleración de la inflación ha sido más lento, en parte en parte al inicio más tarde del Banrep de su ciclo alcista en la región. Además, en agosto, la tasa de desocupación total en Colombia se mantuvo en un dígito, 9.3%, frente al reportado 10.6% reportada para el mismo mes de 2022, cifra que al desestacionalizar es la más baja en el registro del DANE. En latinoamericana, la narrativa de la política monetaria de Colombia difiere al caso de Brasil, Chile y Perú, pero coincide con México. En Colombia y México se suman 4 y 7 meses de mantener la tasa en el nivel techo (más alto), inferior al tiempo que pasó en Chile y Brasil antes de tomar una decisión bajista. Vale la pena resaltar que la tasa de interés real de Colombia es comparativamente más baja que otros países pares, como Brasil, México y Chile, lo que nos deja pensar que el Banrep debe mantener cautela en sus próximas reuniones.

Así las cosas, no esperamos que el Banco de la República (Banrep) comience su ciclo de recortes de tasas hasta el 4T2023, a pesar de los persistentes intentos del presidente Petro de alentar los recortes de tasas de interés. A pesar de que la inflación aún se encuentra en una de las tasas más altas a nivel regional, en nuestra opinión, es probable que el BanRep reduzca las tasas en el 4T2023 con 100 puntos básicos de recorte. Sin embargo, los riesgos ahora se inclinan hacia un ritmo más gradual de flexibilización o para que las autoridades comiencen su respectivo ciclo de flexibilización a principios de 2024.

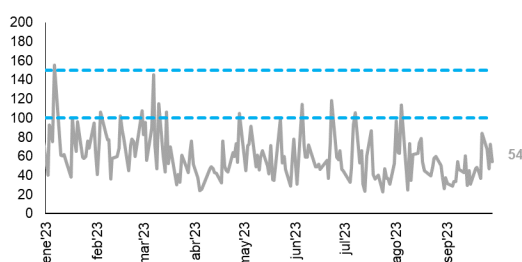
En cuanto al desempeño de las commodities, se observaron resultados variados durante el mes. El precio del petróleo de referencia Brent experimentó un aumento significativo del +7.63% durante el mes, tomando el precio en promedio de USD \$92.59 el barril. Este incremento sigue siendo impulsado, en parte, por la restricción voluntaria en la oferta por parte de Arabia Saudita y Rusia, la cual sigue contribuyendo al alza en los precios. En esa misma vía, durante este mes Rusia también restringió las exportaciones de diésel y gasolina, lo cual también estuvo impulsando el precio. No obstante, la política monetaria sigue generando incertidumbre. El tono *hawkish* de la FED en su discurso de mantener las tasas elevadas durante más tiempo del esperado, generó incertidumbre a mediados del mes y debilitó ligeramente el Brent. Junto a esto se alzaron las preocupaciones por presiones inflacionarias que generó el aumento del Brent.



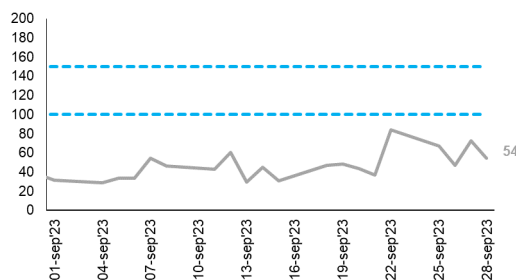
Fuente: Banrep, EIA- Investigaciones Económicas ACVA

En el caso del oro, experimentó una caída del -4.71% durante el mes, así mismo, se mantuvo en el precio promedio de \$1,913.76. Esta caída se atribuye a la fortaleza de la economía estadounidense, lo cual disminuye la demanda de activos de refugio. El precio del oro dependió, en alta medida, este mes de las fluctuaciones del DXY y los rendimientos de los Bonos del Tesoro, haciéndose más fuerte cuando estos se debilitaban y viceversa. Así mismo, cuando la FED apuntó que mantendría las tasas altas durante más tiempo, el oro cayó.

En el último mes, la moneda local ha mantenido un promedio de tasa de cambio de COP \$4,008.41 pesos por USD, con una volatilidad que ha fluctuado entre un mínimo de COP \$3,875.50 y un máximo de COP \$4,132.50 pesos por USD. Esto representa una volatilidad promedio de COP \$47.07 pesos, en contraste con los COP \$57.42 pesos de volatilidad registrados en agosto, lo que equivale a una reducción de -18%. Así mismo, en lo corrido del año la tasa de cambio registra una apreciación del 15.1%.

Ventanas de volatilidad USDCOP YTD


Fuente: SET-FX - Investigaciones Económicas ACVA

Ventanas de volatilidad Mensual


Fuente: SET-FX - Investigaciones Económicas ACVA

En otro aspecto, el volumen de negociación en el SET FX alcanzó un promedio de USD 987.58 millones durante septiembre, representando una caída del -6.9% con respecto a los USD 1,061.26 millones registrados en agosto.

Lo que esperamos en octubre:

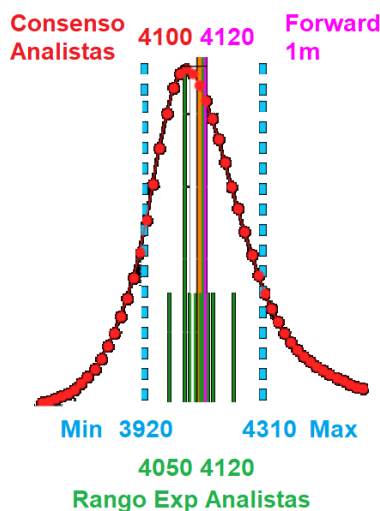
El mercado estará atento a los diversos datos macroeconómicos provenientes de Estados Unidos, la Eurozona y China. Esto será fundamental, en medida que estas tres regiones del mundo están experimentando diferentes fenómenos económicos. En Estados Unidos, los fundamentos muestran una resistencia en los datos macroeconómicos, lo que podría estar indicando un suave aterrizaje económico y una demora en el ciclo bajista de tasas. Mientras tanto, en la Eurozona, podría surgir el riesgo de estanflación, y en China se podrían observar signos de deflación.

En lo que respecta a las monedas emergentes, su rendimiento estará condicionado al momento en que los bancos centrales locales ajusten las tasas de interés en relación con las decisiones de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Un desajuste en la sincronización de estas decisiones con las de la FED podría dar lugar a la depreciación de estas monedas debido a la salida de flujos de capital.

En este contexto, es plausible anticipar un fortalecimiento del dólar estadounidense (USD) debido a los fundamentos de política monetaria y a su posición como un activo financiero seguro. A medida que la narrativa de “tasas altas por más tiempo” se incorpore en el sentimiento inversionista totalmente, dará cabida a “dólar alto por más tiempo” con lo que en el mercado local podríamos ver un salto de nivel al pasar de \$4,190 a los \$4,400 con relativa facilidad dado el reciente desempeño de la moneda local, en especial luego que la volatilidad intradía se ubica sobre los \$50 pesos por dólar muy cerca de su promedio \$60 pesos por dólar teniendo en cuenta las cotizaciones relativamente fuertes de la moneda local. En esta situación el cluster de volatilidad podría aumentar con relativa facilidad a rangos inferiores a los \$100 por día. Sin embargo, los especuladores se mantienen apostando por un desempeño defensivo del COP considerando las expectativas de que Banrep retrasará el inicio de recortes en las tasas de interés y el atractivo carry ajustado por volatilidad de la

divisa vs sus pares emergentes respaldado en el incremento del precio del petróleo.

En ese sentido, en el mes de septiembre, la tasa de cambio podría experimentar fluctuaciones según los diversos escenarios posibles que se presentan a continuación en el siguiente modelo:



Hemos seleccionado seis variables fundamentales que representan aspectos clave: el precio del petróleo Brent, el índice DXY, los CDS a 5 años, el índice de miedo VIX, el precio del Colcap y el índice de monedas de latinoamérica. Cada una de estas variables desempeña un papel importante en el análisis. Por ejemplo, los factores que han empujado la depreciación son 1) unos cds altos, dada la percepción de riesgo, 2) el impulso del DXY debido a los altos rendimientos del tesoro y 3) la depreciación en Emergentes, como Chile, Perú y Brasil luego de la bajada de tasa de interés. Sin embargo, los factores que han ayudado a atenuar la presión alcista de la TRM, son 1) una relativa calma en el indicador de miedo VIX, 2) los altos precios del petróleo y 3) las mayores ruedas de negociación en el Colcap.

También creemos que el peso colombiano (COP) tendrá dificultades a medida que las autoridades del BanRep se acerquen a recortes agresivos de las tasas de interés en el 2T24. La reducción del riesgo político y el aumento de los precios del petróleo podrían compensar la reducción de los diferenciales de tasas de interés, pero no impedir la depreciación por completo.

Esperamos un rango comprendido COP \$4,000 y COP \$4,130, con un límite inferior de COP \$3,920 y un límite superior de COP \$4,400.

Global Disclaimer

Estamos convencidos que todo inversionista debe diversificar sus inversiones en una variedad de clases de activos, en cualquier entorno o tendencia de mercado, así como colaborar permanente y estrechamente con su asesor financiero, para asegurar que su cartera esté adecuadamente estructurada y que su plan financiero respalde sus objetivos a largo plazo, su horizonte temporal y tolerancia al riesgo, aunque, la diversificación no garantiza ganancias ni protege contra las pérdidas. La información que precede, así como las empresas y/o valores individuales mencionados, no constituyen una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010, ni una indicación de la intención de comercializar en nombre de Acciones & Valores S.A. cualquiera de los productos que gestiona de cualquier forma. Los pronósticos compartidos fueron contruidos a partir de supuestos sujetos a diferentes condiciones de mercado, de modo que las conclusiones expuestas, así como los análisis que las acompañan no son definitivas. Este documento es de carácter informativo, por lo que no debe ser distribuido, copiado, vendido o alterado sin la autorización expresa de la sociedad. Acciones & Valores S.A., no se hace responsable de la interpretación de dicha información, dado que la misma no comprende la totalidad de aspectos que un inversionista pudiera considerar necesaria o deseable para analizar su decisión de participar en alguna transacción, dado que se presenta de manera abreviada. Es necesario que los inversionistas, para efectos de contar con la total y absoluta precisión, además de considerar su perfil de riesgo, consulten todos los documentos suministrados a través de la página web, así como por las entidades pertinentes. Igualmente, los inversionistas deberán adelantar, por su cuenta, el análisis financiero y legal para efectos de tomar cualquier decisión de inversión. Los valores y números aquí consignados son obtenidos de fuentes de mercado que se presumen confiables tales como Bloomberg, Reuters y los Emisores. Las calificaciones hechas en el informe no deben considerarse como recomendaciones de inversión ni tampoco como sustitutos a las calificaciones dadas por agencias de crédito certificadas tales como Moody's, Fitch o Standard & Poor's; estas calificaciones son únicamente cuantitativas, no incluyen factores cualitativos y dependen de la información financiera disponible en el mercado en el momento de ser preparadas. Las opiniones, estimaciones y proyecciones en este reporte reflejan el juicio actual del autor a la fecha del reporte, y se aclara que el contenido de la información aquí contenida puede ser objeto de cambios sin previo aviso. La remuneración de los autores no está asociada a los resultados del reporte ni a las recomendaciones realizadas. La presentación y cualquier documento preliminar sobre los productos aquí mencionados no constituyen una oferta pública vinculante, por lo cual, tanto la presentación como cualquier otro documento pueden ser complementados o corregidos. © 2023 Acciones & Valores S.A.