

# Informe mensual de macroeconomía

## Perspectiva octubre 2023

### | Resumen

- En septiembre, el DANE informó que el Índice de Seguimiento a la Actividad Económica -ISE- de julio creció 1.18% interanual en la serie original ó 1,29% interanual en la serie ajustada por efecto estacional y calendario; al evaluar el crecimiento intermensual de -0.69% se evidencia una desaceleración económica que afecta las diferentes actividades (primarias, secundarias y terciarias) con excepción del comercio y las actividades inmobiliarias; tal enfriamiento estaría siendo influido por diferentes factores, incluyendo los altos niveles de precio de los bienes y servicios de la canasta familiar, las altas tasas de interés, la volatilidad del dólar y la incertidumbre política.
- La inflación al consumidor registró nuevamente una caída por quinto mes consecutivo en agosto hasta el 11.43% (+0,70% m), a pesar de las mayores presiones inflacionarias de los grupos de alimentos, bebidas alcohólicas y tabaco así como transporte durante el periodo.
- El Banco de la República en su Junta Directiva de septiembre mantuvo su tasa de interés de política monetaria inalterada en el 13.35% a medida que las expectativas de inflación no han sido controladas y el país no alcanza la posición de otros países que ya lograron revertir el proceso inflacionario y han empezado a bajar sus tasas de interés en medio de condiciones distintas; para el emisor la economía colombiana enfrenta un “soft landing”, sin embargo, aún existen riesgos, como el efecto del fenómeno de El Niño sobre los precios de los alimentos y de la energía, la política salarial y que surja una revisión del reciente fortalecimiento del peso, que ha ayudado a que la inflación baje.
- Esperamos que los precios al consumidor sigan retrocediendo lentamente. El registro de septiembre estaría sobre una variación del 10.93% interanual (0.47% intermensual), dadas las menores presiones inflacionarias en alimentos. Así que creemos que el emisor se mantendrá en octubre en el 13.25%, y de mantenerse las condiciones, hay espacio para que, una vez contenida la inflación, el emisor apoye el crecimiento a partir del 4T23.
- En el entorno internacional, la inflación global continúa registrando un retroceso continuo. Si bien los discursos de los hacedores de política han convencido a los participantes del mercado de que el emisor está comprometido con su objetivo de controlar la inflación, se debe poner atención a la publicación de datos económicos.

**Héctor Wilson Tovar**

Gerente de Investigaciones  
Económicas  
[wtovar@accivalores.com](mailto:wtovar@accivalores.com)  
(601) 3907400 ext 1107

**María Alejandra Martínez**

Directora de Investigaciones  
Económicas  
[maria.martinez@accivalores.com](mailto:maria.martinez@accivalores.com)  
(601) 3907400 ext 1566

**Cristian Enrique Peláez**

Analista Divisas  
[cristian.pelaez@accivalores.com](mailto:cristian.pelaez@accivalores.com)  
(601) 3907400 ext 1300

**Juan Sebastián Acosta**

Analista Renta Fija  
[juan.acosta@accivalores.com](mailto:juan.acosta@accivalores.com)  
(601) 3907400 ext 1300

**Jahnisi Arley Cáceres**

Analista Renta Variable  
[jahnisi.caceres@accivalores.com](mailto:jahnisi.caceres@accivalores.com)  
(601) 3907400 ext 1300

**Diana Valentina González**

Practicante  
[diana.gonzalez@accivalores.com](mailto:diana.gonzalez@accivalores.com)



**[Escuche nuestro  
análisis mensual](#)**

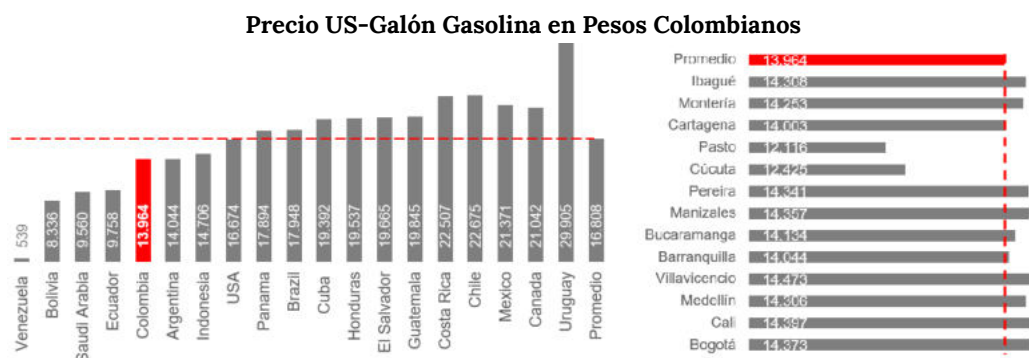


## ECONOMÍA COLOMBIANA

### Lo que pasó en septiembre:

*Precio de la gasolina aumenta \$400 pesos:*

Como ha sido costumbre este año, el primero del mes (septiembre, en este caso) se incrementó el precio de la gasolina. En esta ocasión el aumento fue de \$400 pesos por galón en septiembre, menos del incremento de COP\$600 pesos de los pasados meses. De esa forma, se alcanza un nuevo nivel de \$13,964 pesos que, en todo caso sigue siendo bajo si se compara con el precio medido en pesos colombianos con el resto de países de la región latinoamericana.



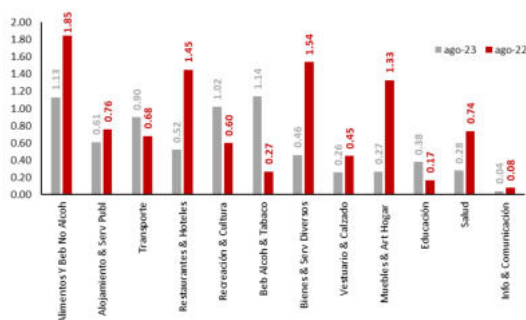
Fuente: globalpetrolprices.com- Investigaciones Económicas ACVA. Datos a corte de 25 sep 2023

Si bien esperamos que los incrementos se mantengan hasta diciembre, como se han manifestado desde el Gobierno Nacional, para alcanzar un precio promedio de \$15,000, la coyuntura global que registra un incremento del 30% de los precios del petróleo desde el pasado mes de junio y el repunte sustancial de la tasa de cambio al cierre del mes de septiembre podrían motivar discusiones sobre algunos incrementos adicionales.

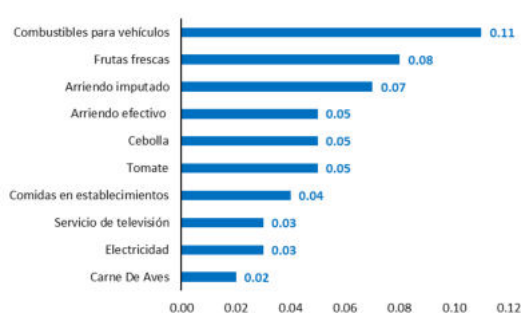
### *Inflación sigue cayendo*

De acuerdo con DANE, la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) alcanzó un 11.43% en agosto de 2023, frente al 11.78% en julio. La variación mensual fue de 0.70%, lo que se ubica por encima de la estimación promedio de los analistas en casi 0.23 puntos porcentuales, pues se esperaba un valor cercano al 0.47%.

#### IPC Agosto 2023-2022



#### Principales variaciones del mes



Fuente: DANE- Investigaciones Económicas ACVA

La variación anual del IPC sin alimentos disminuyó en 25 puntos básicos en comparación con el mes anterior, situándose en un 11.20%. De manera similar, la inflación sin energéticos ni alimentos

disminuyó en 28 puntos básicos, llegando al 10.09%. Aunque ambos valores representan una disminución, aún se encuentran muy por encima del rango objetivo de inflación del Banco de la República (2% - 4%). A pesar de la tendencia a la baja, sigue siendo necesario mantener la cautela debido a la incertidumbre económica y a la persistencia de presiones inflacionarias.

El componente que más contribuyó al incremento mensual del IPC fue el combustible para vehículos, consistente con el objetivo del Gobierno de disminuir el déficit del FPEC. A la fecha, el galón de gasolina alcanza los \$14 mil pesos. En particular, del aumento de 0.70% del IPC mensual, 0.11% se explica por el combustible.

La sorpresa inflacionaria de agosto, donde las cifras reportadas superaron las expectativas del mercado, refuerza la visión de la Junta del Banrep de que la lucha contra la inflación aún no ha concluido. A pesar de las expectativas de recortes en las tasas de interés por parte del Ministerio de Hacienda, estas cifras podrían influir en una postura más cautelosa en la toma de decisiones sobre políticas monetarias en los próximos meses.

#### *Banco de la República mantiene tasas sin cambios*

En septiembre, y como esperábamos, el Banrep decidió sobre su tasa de interés, manteniendo inalterada en 13.25%. La decisión estaba descontada, pues si bien la actividad económica se está enfriando, todavía hay un riesgo inflacionario al alza. En efecto, varios factores preocupan al Banrep, incluido el aplazamiento de los incrementos del precio del ACPM, la intensidad del Fenómeno del Niño y el incremento del salario mínimo para el siguiente año. Sobre este último aspecto, el gobierno ya ha dado cifras preliminares del 11%, mayor al 9% cifra que la mayoría de los analistas prevén.



Fuente: Banrep- Investigaciones Económicas ACVA

En realidad, la incertidumbre de la política monetaria se mantiene en lo que resta del año. Los analistas están divididos si el primer recorte debe hacerse en octubre o diciembre. Frente a la región latinoamericana, la narrativa de la política monetaria de Colombia difiere entre países desarrollados y emergentes, dado el ciclo económico. Prueba de ello es 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.

Mientras la inflación global continúa disminuyendo, la de Colombia lo hace a un menor ritmo, debido en parte al inicio más tarde del Banrep de su ciclo alcista en la región. A la fecha, esperamos que la inflación finalice el año en 9.18%, por debajo de la media de la encuesta del Banrep (9.55%).

#### *Economía colombiana se enfría*

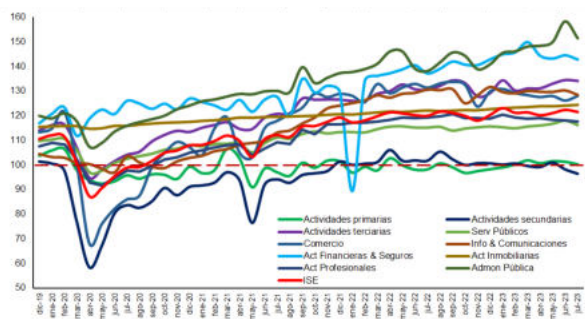
El DANE informó que el Índice de Seguimiento a la Actividad Económica -ISE- de julio creció 1.18% interanual en la serie original ó 1,29% interanual en la serie ajustada por efecto estacional y calendario; al evaluar el crecimiento intermensual de -0.69% se evidencia una desaceleración económica que afecta las diferentes actividades (primarias, secundarias y terciarias) con excepción del comercio y las actividades inmobiliarias; tal enfriamiento estaría siendo influido por diferentes factores, incluyendo los altos niveles de precio de los bienes y servicios de la canasta familiar, las altas tasas de interés, la volatilidad del dólar y la incertidumbre política.

Las actividades primarias, compuestas por agricultura, ganadería y pesca, repuntaron 2.09% anual en

el mes. Mientras, las actividades secundarias, conformadas por la industria manufacturera y la construcción retrocedieron -5.17% anual. Las actividades terciarias repuntaron por su parte 2.75%, destacándose avances de 9.6% de la administración pública, de 4.12% en actividades financieras y de 1.86% de actividades inmobiliarias.

### Índice de Seguimiento a la Economía -ISE- variaciones serie ajustada por efecto estacional

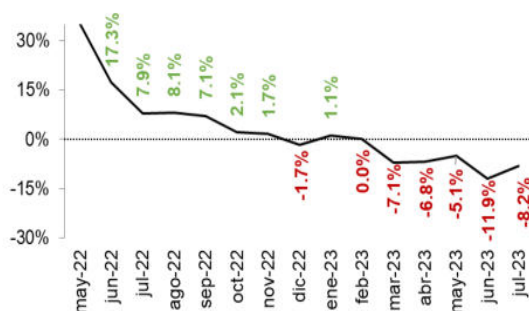
|                           | Variación anual |         |        |        |        |        |        | Variación Mensual |         |        |        |        |        |        |
|---------------------------|-----------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                           | Enero           | Febrero | Marzo  | Abril  | Mayo   | Junio  | Julio  | Enero             | Febrero | Marzo  | Abril  | Mayo   | Junio  | Julio  |
| Actividades primarias     | 2.17%           | 0.94%   | 4.16%  | -1.98% | 1.71%  | 3.26%  | 2.09%  | 0.73%             | 1.22%   | 1.65%  | -1.14% | 0.85%  | -0.25% | -1.03% |
| Actividades secundarias   | 0.11%           | 0.04%   | -1.54% | -6.49% | -0.77% | -3.58% | -5.17% | -0.50%            | 0.44%   | -0.97% | -0.42% | 1.76%  | -2.71% | -1.76% |
| Actividades terciarias    | 6.60%           | 3.32%   | 1.65%  | 0.86%  | 0.24%  | 2.86%  | 2.75%  | 4.01%             | -3.08%  | 0.63%  | 0.07%  | 1.42%  | 1.13%  | -0.27% |
| Serv Públicos             | 1.74%           | 1.51%   | 0.93%  | 0.40%  | 0.89%  | 2.45%  | 0.92%  | -0.30%            | -0.35%  | 0.62%  | 0.36%  | 0.59%  | 1.10%  | -1.52% |
| Comercio                  | 2.15%           | 2.93%   | -3.41% | -1.16% | -2.62% | -5.08% | -2.56% | 0.76%             | -1.24%  | -0.68% | -0.58% | 0.31%  | -1.42% | 1.46%  |
| Info & Comunicaciones     | 3.56%           | 2.25%   | 1.37%  | 1.88%  | 0.58%  | 0.77%  | -1.67% | -1.56%            | -0.39%  | 0.73%  | -0.23% | -0.05% | 0.44%  | -1.36% |
| Act Financieras & Seguros | 62.08%          | 8.58%   | 10.08% | 5.18%  | 3.17%  | 2.86%  | 4.12%  | 1.43%             | 0.56%   | 2.86%  | -3.69% | -0.79% | 0.92%  | -1.17% |
| Act Inmobiliarias         | 2.12%           | 1.97%   | 1.79%  | 1.77%  | 1.92%  | 1.86%  | 1.86%  | 0.30%             | 0.21%   | 0.16%  | 0.30%  | -0.01% | 0.21%  | 0.25%  |
| Act Profesionales         | 2.76%           | 1.85%   | 0.96%  | 0.57%  | -0.71% | -0.91% | -1.22% | 1.28%             | -0.90%  | -0.41% | 0.13%  | -0.58% | -0.28% | -0.23% |
| Admon Pública             | 5.59%           | 5.15%   | 4.94%  | 1.56%  | 2.62%  | 13.72% | 9.60%  | 3.27%             | 0.43%   | 1.34%  | 0.20%  | 1.04%  | 5.56%  | -4.31% |
| ISE                       | 4.94%           | 2.61%   | 1.29%  | -0.97% | 0.07%  | 1.80%  | 1.29%  | 2.30%             | -1.54%  | 0.13%  | -0.95% | 0.72%  | 1.08%  | -0.69% |



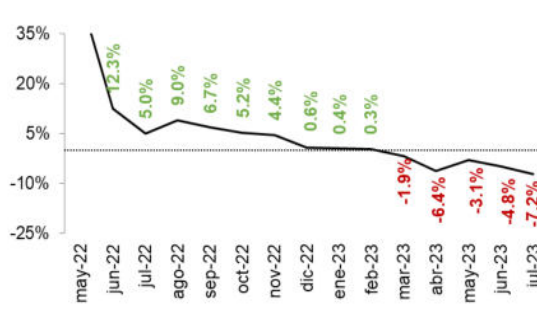
Fuente: DANE - Investigaciones Económicas ACVA

Llama la atención como a corte del mes de julio, tanto las actividades primarias (Agro & Minería) como secundarias (Industria & Construcción) no superan los niveles de crecimiento alcanzados a finales de 2019, a pesar del continuo incremento de precio de los alimentos y el llamativo repunte de los últimos meses en el precio del petróleo. Adicionalmente, en el comparativo mensual, el indicador cayó -0.69%. Todas las áreas vienen cayendo, con excepción del comercio (1.46%) y las actividades inmobiliarias (0.2%).

#### Variación anual de las ventas minoristas



#### Variación anual de la prod. industrial



Fuente: DANE - Investigaciones Económicas ACVA

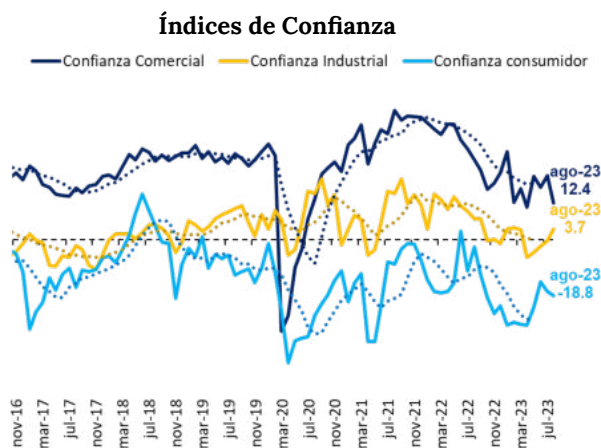
A ello se suma, la desaceleración que mostraron las ventas minoristas y producción industrial del mismo mes reportadas por el DANE. Con una leve recuperación en julio, las ventas minoristas cayeron -8.2% anual, cercano a lo que preveíamos de -8.3%. La caída, si bien fue fuerte, fue menor a la del mes pasado (-11.78%). Mientras tanto, la producción industrial cayó en julio -7.2% anual,

superando las expectativas de los analistas del -4.5%, y siendo la menor de los últimos meses. El comportamiento obedece a los mayores costos de financiamiento, una menor colocación de crédito que limita la expansión de la demanda agregada, además de la incertidumbre sigue afectando la inversión empresarial. En general, el sentimiento de la economía no es brillante.

Será un desafío para el Gobierno Nacional poner en la senda de crecimiento la economía colombiana en el 2S23 luego de los resultados negativos de la industria y el comercio en los primeros seis meses del año. Destacamos que estos resultados podrían tener un impacto significativo en el PIB y el empleo a mediano plazo, lo que hace necesario activar motores de crecimiento económico.

### Confianza empresarial mixta

Fedesarrollo informó que en agosto, el Índice de Confianza Comercial se ubicó en 12.4%, lo que representó una disminución de 9.3 puntos porcentuales respecto a julio del 2023 cuando estuvo en 21.7%. Respecto al clima de confianza comercial, señaló que la reducción en el indicador se explicó por “la caída en 17.1 puntos porcentuales de las expectativas de la situación económica para el próximo semestre”. También disminuyó, en 4.1 pps, la percepción favorable sobre la situación actual de las empresas. Igualmente, afectó negativamente el aumento en 6.7 pps en el nivel de existencias.



Fuente: Fedesarrollo- Investigaciones Económicas ACVA

Por su parte, el Índice de Confianza Industrial (ICI). Se situó en 3.7% en agosto, 3.9 pps más frente al mes anterior (ICI de julio fue -0.2%). La variación mensual positiva en la confianza industrial en agosto se explica por un aumento de 6.6 pps en las expectativas de producción para el próximo trimestre. Además, el volumen actual de pedidos presentó un aumento de 3.4 pps.

### Comercio exterior se debilita

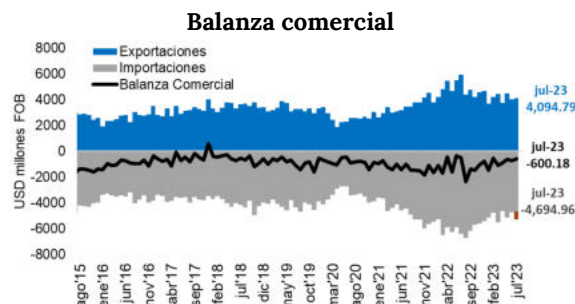
En julio, las exportaciones colombianas sumaron US\$4.095 millones, similar al que proyectamos (US\$4.000 millones). El comportamiento se da en línea con lo realizado el mes anterior. Según el informe del DANE, las exportaciones de julio disminuyeron en un -30.8% comparando frente al mismo mes del año pasado. En lo corrido del año, la contracción ha sido del -16.4%.

Las exportaciones se vieron afectadas por la disminución en las ventas de combustibles y productos de las industrias extractivas, que representaron el 52% del valor total. La disminución fue de -43.3%, a pesar de la evolución del precio del petróleo durante julio que se mantuvo sobre los US\$80 por barril. En efecto, en términos de cantidad, las ventas externas de combustibles cayeron -20.1% en julio, con lo cual acumula una contracción del -5.5% en lo corrido del año, muy en línea con el bajo dinamismo del total de taladros activos.

De lado de las importaciones, estas sumaron USD 4,945 millones, representando una disminución del -28.2% frente al dato del mismo mes del año pasado. Al descomponer el análisis, el comportamiento de las importaciones de manufacturas explicó casi el 70% de la contracción total de julio. En particular, este grupo se contrajo un -26.8%. Mientras tanto, las importaciones de bienes



agropecuarios y minero-energéticos cayeron -23.4% y -42.6%, respectivamente.



Fuente: DANE - Investigaciones Económicas ACVA

Así las cosas, el déficit comercial de julio fue de USD -602 millones, cercano a los USD -600 millones que estimamos. Entre enero y julio, las compras externas totalizan USD 36,766 millones, significando una caída del -19.0% frente al mismo periodo del año pasado.

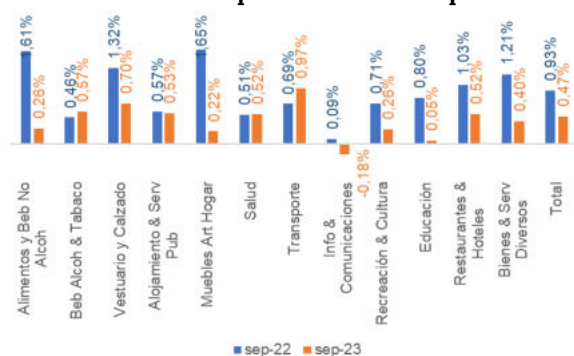
La reducción del desbalance ayuda a atenuar el déficit de cuenta corriente que presiona a la moneda local, aunque vale la pena resaltar que ese ajuste se daría por menores compras externas, y no por un mejor dinamismo de las exportaciones y su diversificación. Además, la contracción en las importaciones se ha debido a menores compras de materias primas y productos intermedios, importantes para el desarrollo de la industria y la agricultura local. En particular, las importaciones de materias primas se comprimieron un -34.1% en julio, explicando el 60% de la caída de todas las importaciones.

## Lo que esperamos en octubre:

### *Inflación seguirá bajando a paso lento*

En Colombia, tras cinco meses a la baja la inflación, nuestros modelos sugieren que la inflación de septiembre continuará bajando lentamente hasta el nivel de 10.93% anual en el escenario de base, con un rango comprendido entre 10.60% - 11.58%. La continua corrección en el precio de los alimentos hace optimista al mercado de que la inflación llegará al rango 8.5% - 9.5% al cierre del 2023 lo que podría permitir al Banrep, relajar su postura monetaria sólo a finales del año.

### Actualización modelo Acva - Septiembre 2023- Expectativas de Inflación



Fuente: DANE - Investigaciones Económicas ACVA

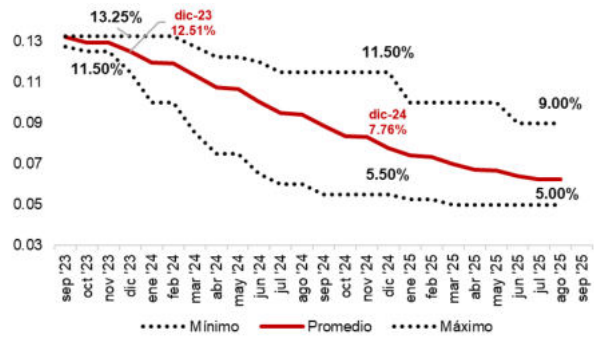
La inflación continuará lentamente la tendencia a la baja, impulsada por la moderación en la demanda interna y la disminución de las presiones externas. Los precios de los alimentos han sido un factor clave en esta disminución. Sin embargo, persisten riesgos como el aplazamiento de los incrementos del precio del ACPM, la intensidad del Fenómeno del Niño, el incremento del salario mínimo para el siguiente año, los altos precios de la energía en el país y unos arrendamientos que no ceden a las ganancias recientes en la inflación total. Las expectativas de inflación se han moderado, pero aún se encuentran por encima de la meta del Banco de la República.

Decisión de política monetaria del Banco de la República

Esperamos que el Banrep durante octubre no tenga desafíos en su junta directiva en la que puede decidir en materia de tasas, y en donde a pesar de las peticiones de rebajas recibidas del sector empresarial y del mismo Gobierno Nacional, sus miembros han sido claros al argumentar la situación especialmente relacionada con las expectativas de inflación de mediano plazo, las cuales aún no lucen ancladas y convergiendo al rango objetivo, a diferencia de lo que puede estar ocurriendo en otros países de la región.

Las preocupaciones del emisor alrededor del curso del fenómeno del niño, los incrementos salariales que se aprobarán al cierre de este año y la incertidumbre que rodea la devaluación de la moneda local registrada al cierre del mes de septiembre, limitarán la decisión durante el mes.

Senda de tasa de Política monetaria, según encuesta Banrep

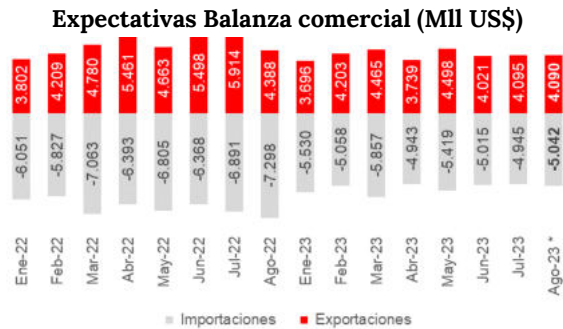


Fuente: BANREP- Investigaciones Económicas ACVA

Como mencionamos anteriormente, la inflación ha corregido por quinto mes consecutivo hasta el 11.43% pero aún está muy lejos del rango meta y enfrenta desafíos debido a los constantes incrementos en el precio de la gasolina, los altos precios de la energía en el país que bordea los COP\$1000 kwh con niveles de precio de los arrendamientos que no ceden a las ganancias recientes en la inflación total. De otra parte, el banco tendrá que lidiar con las incertidumbres que rodean un eventual incremento en los precios del diesel desde enero de 2024 (“tal como lo habría prometido el gobierno”). Además, como se evidenció en el tema anterior, el mercado laboral colombiano sigue dando cuenta de un fortalecido relativo, con lo cual surgen inquietudes respecto de la debilidad de la economía en especial en la demanda agregada. Más recientemente los miembros de la junta han destacado los desafíos de la inflación teniendo en cuenta las presiones de oferta que aún se evidencian en la economía.

Comercio Exterior

En el frente externo y considerando las cifras que serán publicadas en octubre, seguimos viendo un déficit comercial contenido gracias al menor ritmo de importaciones y unas exportaciones que se benefician de los recientes precios al alza del petróleo (en promedio +6%).



Fuente: DANE - Investigaciones Económicas ACVA

Así las cosas, esperamos una cifra de US\$5,042 millones en agosto vs US\$4,100 millones en exportaciones en el mismo mes, para una cifra cercana a los -US\$720 millones de déficit comercial. Desde este frente, las presiones de riesgo en la tasa de cambio se verían limitadas.

### Enfriamiento de la Economía continúa

Seguimos esperando que la senda de debilidad del crecimiento se mantenga durante el 3T23, debido a los elevados precios, los altos costos de financiamiento y la dinámica bajista de la demanda agregada, que se apalancan en caídas importantes en la confianza tanto de los consumidores como de los empresarios, a pesar de que esto aún no se traduce en un mercado laboral con problemas. Creemos que los esfuerzos por controlar la inflación se mantengan por parte del emisor y se busque más adelante un equilibrio entre la estimulación de la demanda interna y los riesgos inflacionarios.

| Sector                             | Variación Anual |        |       |         |       |       |       |       |       |      |     |
|------------------------------------|-----------------|--------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-----|
|                                    | 2019            | 2020   | 2021  | 2022.1T | 2T    | 3T    | 4T    | 2023  | 2024  | 2025 |     |
| Agro                               | 2,7             | 2,4    | 3,1   | (1,8)   | 0,8   | (1,6) | 1,9   | 1,7   | 0,7   | 3,0  | 3,8 |
| Minas & Canteras                   | 2,0             | (15,6) | 0,8   | 1,7     | 4,4   | 3,7   | 1,7   | 6,0   | 4,0   | 2,7  | 3,2 |
| Industria                          | 1,2             | (10,0) | 15,6  | 10,2    | 0,9   | (3,9) | (3,0) | (2,6) | (2,2) | 1,4  | 2,8 |
| Sum Ener Gas AA                    | 2,8             | 3,0    | (1,8) | 7,2     | 2,3   | 2,5   | 3,6   | 2,7   | 4,3   | 2,8  | 3,0 |
| Distr Agua                         | 1,4             | (6,8)  | 1,4   | 4,5     | (0,8) | (2,2) | 2,3   | 0,9   | 0,0   | 3,4  | 3,9 |
| Servicios Públicos                 | 2,5             | (3,3)  | 5,5   | 4,3     | 1,4   | 1,3   | 3,1   | 2,0   | 2,0   | 3,1  | 3,7 |
| Construcción                       | (3,8)           | (30,5) | 7,0   | 6,7     | (3,2) | (3,7) | (2,8) | (0,5) | (2,6) | 2,9  | 5,1 |
| Comercio                           | 4,0             | (3,6)  | 17,3  | 6,1     | (1,8) | (4,2) | (2,8) | (2,2) | (2,7) | 1,4  | 2,9 |
| Transporte                         | 3,5             | (21,8) | 23,3  | 18,1    | 4,0   | (0,7) | (1,0) | (0,3) | 0,5   | 1,9  | 3,3 |
| Alojamiento                        | 3,5             | (26,0) | 53,7  | 19,6    | 1,8   | (2,6) | (1,7) | 0,4   | (0,6) | 2,4  | 3,1 |
| Comercio, transporte y alojamiento | 3,7             | (13,4) | 23,9  | 11,6    | 0,4   | (3,1) | (1,2) | (1,5) | (1,4) | 2,0  | 3,1 |
| Comunicaciones                     | 1,0             | (2,6)  | 11,9  | 14,3    | 2,4   | 1,1   | 1,3   | 1,5   | 1,6   | 1,8  | 2,4 |
| Act Financieras                    | 6,3             | 2,2    | 3,7   | 6,4     | 22,7  | 3,7   | 5,0   | 2,3   | 8,4   | 1,7  | 3,3 |
| Act Inmobiliarias                  | 3,3             | 1,4    | 2,8   | 2,0     | 2,0   | 1,9   | 2,7   | 1,3   | 1,9   | 2,1  | 2,8 |
| Act Profesionales                  | 3,2             | (6,7)  | 10,5  | 7,0     | 1,2   | (1,3) | 2,2   | 2,3   | 1,1   | 2,9  | 4,3 |
| Act Ad S&Apy                       | 3,6             | (4,9)  | 9,0   | 9,3     | 2,3   | 0,8   | 0,1   | 1,7   | 1,2   | 2,4  | 4,3 |
| Actividades Profesionales          | 3,5             | (5,7)  | 9,7   | 8,3     | 1,8   | (0,4) | 1,3   | 1,7   | 1,1   | 2,6  | 4,3 |
| Adm Publica                        | 4,2             | (0,3)  | 4,0   | 0,9     | (0,6) | 2,9   | 10,2  | 9,8   | 5,6   | 4,4  | 3,8 |
| Educación                          | 2,1             | (3,6)  | 3,9   | 4,2     | 1,0   | 0,8   | 1,8   | 0,9   | 1,1   | 2,6  | 3,2 |
| Salud                              | 6,7             | (3,8)  | 20,1  | 4,7     | 5,5   | 6,5   | 7,5   | 6,3   | 6,5   | 2,3  | 2,9 |
| Admon Pública, educación & salud   | 5,1             | 0,3    | 8,6   | 2,1     | 2,0   | 4,4   | 6,9   | 9,7   | 5,8   | 2,9  | 2,8 |
| Act Art & Otr                      | 16,7            | (7,0)  | 43,2  | 41,0    | 20,3  | 16,2  | 7,4   | 1,7   | 11,4  | 1,8  | 6,4 |
| Act Hogares                        | 2,9             | (25,9) | 13,1  | 34,1    | 8,5   | (3,3) | 17,2  | 5,6   | 7,0   | 3,6  | 4,1 |
| Entretenimiento & Hogares          | 13,1            | (11,6) | 37,2  | 39,9    | 18,4  | 12,6  | 9,2   | 2,9   | 10,8  | 2,1  | 6,0 |
| Valor Agregado                     | 3,1             | (7,4)  | 10,9  | 7,1     | 2,9   | 0,3   | 1,8   | 2,4   | 1,9   | 2,3  | 3,4 |
| Impuestos                          | 4,4             | (6,1)  | 16,2  | 10,3    | 4,1   | 0,9   | (1,3) | (1,1) | 0,7   | 2,1  | 3,0 |
| PIB                                | 3,2             | (7,2)  | 11,4  | 7,4     | 3,0   | 0,3   | 0,8   | 1,4   | 1,4   | 1,8  | 2,9 |

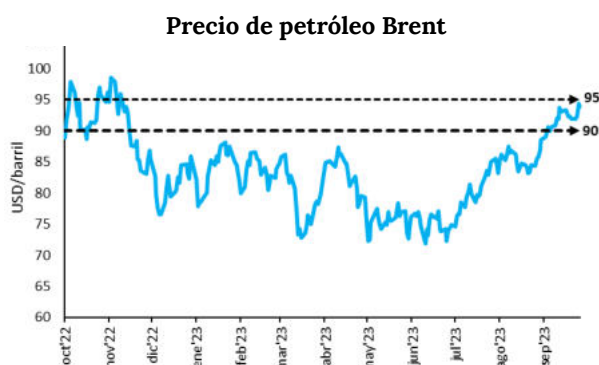


## | ECONOMÍA INTERNACIONAL

### Lo que pasó en septiembre:

#### *Precio de petróleo sube*

En septiembre, el precio internacional del petróleo siguió aumentando. El motivo sigue siendo la decisión de la extensión de los recortes voluntarios de suministro en Arabia Saudita y Rusia que, de manera conjunta, suman 1.3 millones de barriles por día (bpd) hasta fin de año. A ello se suma que las reservas de petróleo estadounidenses cayeron al final del mes en 2.2 millones de barriles en un importante centro de almacenamiento en Cushing, Oklahoma, lo que agrava la escasez de oferta global. También, la tormenta mortal de Libia impactó en el mercado del crudo durante el mes. Así las cosas, el precio de la referencia Brent supera por primera vez en 10 meses el umbral de \$95 por barril, el nivel más alto en poco más de un año.



Fuente: EIA- Investigaciones Económicas ACVA

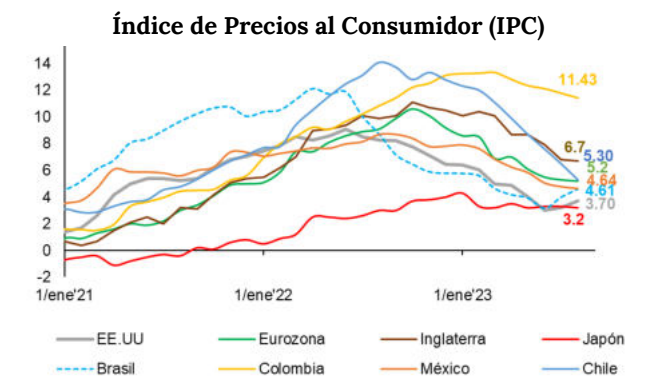
Entre los otros factores que han contribuido a atenuar el precio, está el contexto de una economía China más débil de lo esperado y la preocupación por una subida de tasas de la Reserva Federal (FED), lo cual genera preocupaciones por parte de la demanda y presiona el precio a la baja. En efecto, en los últimos días del mes, los analistas señalan que el aumento de los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos después de la postura agresiva de la FED ha avivado los temores a una posible recesión económica. La FED, junto con el Banco Central Europeo, ha reiterado su compromiso de combatir la inflación, lo que sugiere que podrían mantener una política restrictiva durante más tiempo del esperado. Esto podría tener un impacto negativo en el crecimiento económico y, en consecuencia, en la demanda de petróleo. Además, el dólar se encuentra en su nivel más alto en 10 meses. Dado que el dólar es la principal moneda utilizada en la fijación de precios del petróleo, su fortaleza suele disminuir la demanda de petróleo, ya que lo hace más costoso para los importadores en sus monedas locales.

A pesar de ello, los inversores están optando por centrarse en una oferta más ajustada, lo que sigue jalonando el precio al alza.

#### *Inflación global continúa a la baja*

La inflación global continúa registrando una mejora continua. En EE.UU., el Índice de Precios al Consumidor (IPC) aumentó de 3.2% en julio a 3.7% en agosto en la variación año tras año (a/a), ligeramente mayor a lo esperado del 3.6%. Aunque, la inflación subyacente, que es la que toma de referencia el banco central en sus decisiones puesto que elimina los componentes volátiles de los alimentos y la energía, cayó del 4.7% al 4.3%, en línea con las expectativas. El principal factor que sigue contribuyendo al aumento del IPC son los altos precios del petróleo, que impulsaron los costos de la energía. De hecho, los precios de la gasolina aumentaron un 10.6%, contribuyendo a

más de la mitad del aumento mensual del IPC. En todo caso, la corrección gradual de la inflación, sin afectar el crecimiento económico, sigue aumentando las posibilidades de un aterrizaje suave.



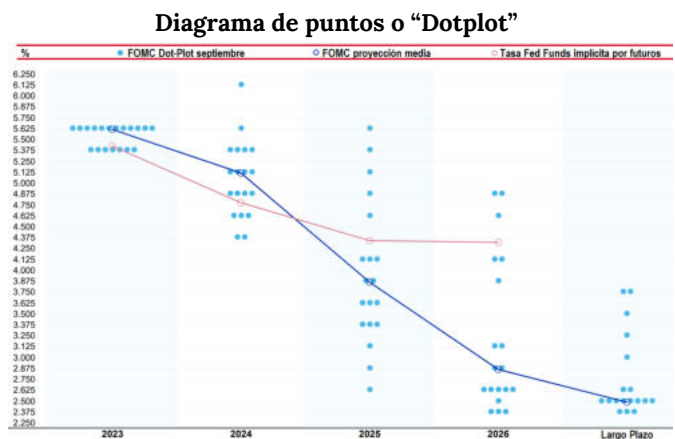
Fuente: Bancos Centrales- Investigaciones Económicas ACVA

Por su parte, la tasa anual de inflación subyacente de la Eurozona cayó al 5.3% en agosto, por encima de las expectativas, frente al 5.5% del mes anterior, mientras la inflación general se mantuvo inalterada en el 5.3% entre ambos meses.

En la región de Latinoamérica, el panorama es similar. La inflación de Chile pasó de 6.5% a 5.3%, la de México de 4.79% a 4.64% y la de Colombia de 11.79% a 11.43%. Sin embargo, cabe resaltar el repunte que se observó en Brasil de 3.99% a 4.61%.

La Reserva Federal mantiene tasas

Quizás el evento más importante para el mercado de las últimas jornadas fue la reunión de la Reserva Federal (FED), que incluyó la decisión sobre la tasa de interés. Como se esperaba, la FED mantuvo su tasa de política sin cambios en el rango de 5.25%-5.50% en su reunión del miércoles. Puesto que la decisión se alineó a lo que preveían los analistas, los mercados se centraron más en los comentarios de Jerome Powell, presidente de la FED, y los pronósticos del emisor sobre las condiciones financieras y la configuración de la política monetaria futura.



Fuente: FED- Investigaciones Económicas ACVA

En efecto, en el informe se incluyó la actualización del diagrama de puntos (dotplot, en inglés) que muestra cómo el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) ve hacia dónde se dirigen las tasas de interés. El punto medio para 2023 se mantuvo en el 5.6%, lo que implica que quizás haya una subida de tipos más sobre la mesa, mientras que el resto de los puntos para 2024-2026 subieron. A pesar de ello, la visión del mercado es un tanto diferente. Desde la reunión de la semana pasada, los mercados esperan que la FED se mantenga este año sin cambios, aunque la probabilidad de un

aumento en noviembre o diciembre ha aumentado. Para más claridad, será importante los próximos comentarios de los miembros de la FED para obtener más información sobre el ritmo y magnitud de los posibles recortes y las implicaciones de una tasa de interés neutral más alta. Como aperitivo, Powell mencionó en su comparecencia que “el FOMC está preparado para subir más la tasa de ser necesario”. Nosotros creemos que la FED puede hacer un aumento adicional de +25pb en noviembre hasta el rango 5.50% - 5.75%, si los precios del petróleo permanecen altos, pues, además del alza en los costes de la energía, esto podría afectar otras canastas. Además, dado que la FED también continúa reduciendo el tamaño de su balance, la política debería seguir siendo lo suficientemente restrictiva como para reducir aún más la inflación a partir de ahora.

Cabe mencionar que, durante la comparecencia, Powell señaló que la FED ahora "tiene la capacidad de ser cautelosa", por lo que el emisor estará muy dependiente de los datos y reaccionará a ellos.

Para el caso del siguiente año, la FED redujo su estimación de recortes de 100 puntos básicos a sólo 50 puntos básicos, aunque se mantiene la previsión de que en el 2026 las tasas de los fondos federales estén por debajo del 3.0%. Así mismo, se mencionó que hay mucha incertidumbre respecto a cuándo se va a dar un recorte de tasas. Según el mercado, los recortes podrían comenzar en julio de 2024, con un cierre del año en 4.75%, cuando antes se preveía en mayo. En este momento el panorama es que, en caso de que este año no se hagan incrementos adicionales, las tasas no se reducirán tan rápidamente como se pensaba, pues la FED se demorará en soltar el freno por miedo a dar mayor oxígeno a la inflación.

Las proyecciones de la FED también brindaron su visión más optimista sobre el crecimiento económico y el mercado laboral, lo que es congruente con las últimas lecturas que han estado mejor que las expectativas. A pesar de ello, cabe mencionar que la visión de la FED sobre el crecimiento para 2024 muestra un enfriamiento modesto, pues la economía crecería 1.5% anual, antes de repuntar al 1.8% en 2025. También prevé ahora que la tasa de desempleo se mantendrá en el 3.8% este año y no superará el 4.1% en los próximos dos años.

| Proyecciones económicas FOMC |        |        |   |           |        |                |        |     |   |
|------------------------------|--------|--------|---|-----------|--------|----------------|--------|-----|---|
|                              | PIB    |        |   | DESEMPLEO |        | PCE SUBYACENTE |        |     |   |
|                              | jun-23 | sep-23 |   | jun-23    | sep-23 | jun-23         | sep-23 |     |   |
| 2023                         | 1      | 2.1    | 👆 | 4.1       | 3.8    | 👇              | 3.9    | 3.7 | 👇 |
| 2024                         | 1.1    | 1.5    | 👆 | 4.5       | 4.1    | 👇              | 2.6    | 2.6 | 👉 |
| 2025                         | 1.8    | 1.8    | 👉 | 4.5       | 4.1    | 👇              | 2.2    | 2.3 | 👆 |
| 2026                         |        | 1.8    | 👆 |           | 4      | 👆              |        | 2   | 👆 |
| Largo Plazo                  | 1.8    | 1.8    | 👉 | 4         | 4      | 👉              |        |     | 👉 |

Fuente: FED- Investigaciones Económicas ACVA

A pesar de una economía relativamente estable hasta el momento, están surgiendo indicios de una desaceleración en el consumo y el mercado laboral. A medida que concluye la temporada de verano, los consumidores se enfrentan a tasas de interés más altas y criterios de préstamo más estrictos, junto con altos precios del petróleo y una reducción en el exceso de ahorro post pandemia. Aunque el mercado laboral sigue siendo robusto, se observan señales de advertencia, como una disminución en las ofertas de trabajo y menores tasas de renuncia. La FED podría haber anticipado esto en su pronóstico para 2024, lo que sugiere un primer semestre más lento, seguido de una recuperación en la segunda mitad del año.

En suma, las proyecciones indican que la inflación puede seguir bajando el próximo año sin daños significativos al mercado laboral o la economía; es decir que habría un escenario de aterrizaje suave, lo que, sin duda, sería un resultado deseable. Hasta el momento, la FED ha implementado la política monetaria de una manera que ha ayudado a reducir la inflación sin socavar completamente la economía, aunque, como lo comentamos, la siguiente decisión puede depender más de la trayectoria de la economía.

*Bancos centrales desarrollados mantienen tono contractivo*

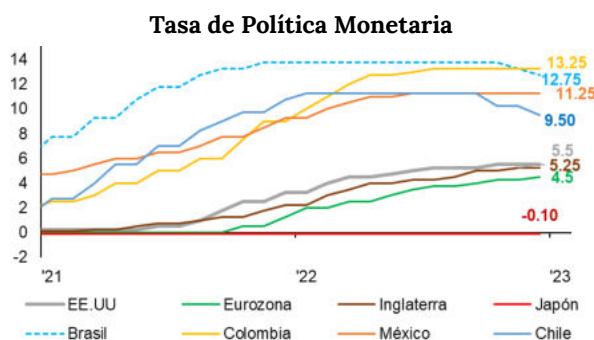
Un día después de la reunión de la FED, Europa tuvo su propio día frenético de decisiones de banca central. El jueves, tanto el Banco Nacional Suizo (BNS) como el Banco de Inglaterra (BoE)

sorprendieron a los inversionistas al mantener las tasas de interés sin cambios. Por otro lado, en Suecia, la decisión del Banco Central fue la de aumentar su tasa de referencia en 25 puntos básicos.

En el caso de la decisión del BoE, este mantuvo su tasa clave en 5.25%, poniendo fin a una serie de 14 alzas sucesivas desde diciembre de 2021, tras una sorpresiva caída de la inflación de agosto. En particular, la inflación de este país subió al 6.7% anual en agosto, el ritmo más lento en 18 meses y menos del 7% esperado por los economistas. La probabilidad de un aumento de la tasa de 25pb por parte del emisor en su reunión del jueves estaba casi garantizada a principios de la semana pasada y cayó al 50%, según los swaps, luego de conocer los datos de inflación.

Mientras tanto, el Banco Central Europeo (BCE) decidió sobre su tasa de interés, aumentándole +25 pb desde 4.25% a 4.5%. Con ello, ya son 10 meses consecutivos de incrementos. Días atrás, los economistas parecían indecisos entre un alza adicional o una pausa, pues, aunque la inflación en la eurozona se mantiene arriba del 5%, los datos económicos han sido débiles. De hecho, en el comunicado del BCE se conoció que las expectativas de crecimiento de la economía de la zona del euro son menores, pues ahora se espera que crezca 0.7% en 2023, 1.0% en 2024 y 1.5% en 2025.

Con esta decisión, el BCE le deja al mercado un mensaje claro, y es el de regresar la inflación a su objetivo. En línea con lo comentado por Christine Lagarde, presidenta del banco, sobre que “las tasas de interés han alcanzado niveles que, mantenidos durante un periodo suficientemente largo, contribuirán de forma sustancial al pronto retorno de la inflación al objetivo”, en el comunicado se enfatiza que “la inflación continúa descendiendo, pero aún se espera que siga siendo demasiado alta durante demasiado tiempo, por lo que el Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse pronto en su objetivo del 2% a medio plazo”.



Fuente: Bancos Centrales– Investigaciones Económicas ACVA

En Asia, la agenda económica también incluyó decisiones de política monetaria, principalmente en Japón. Ambos mantuvieron las tasas de interés sin cambios. Del lado del Banco de Japón, este reiteró su expectativa de que la inflación se está desacelerando. La decisión se produce incluso cuando el crecimiento de los precios al consumidor de Japón superó el objetivo del 2% por 17º mes consecutivo, con la cifra "básica" aumentando un 3.1% en agosto.

#### Bancos centrales latinoamericanos con tendencia mixta

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.

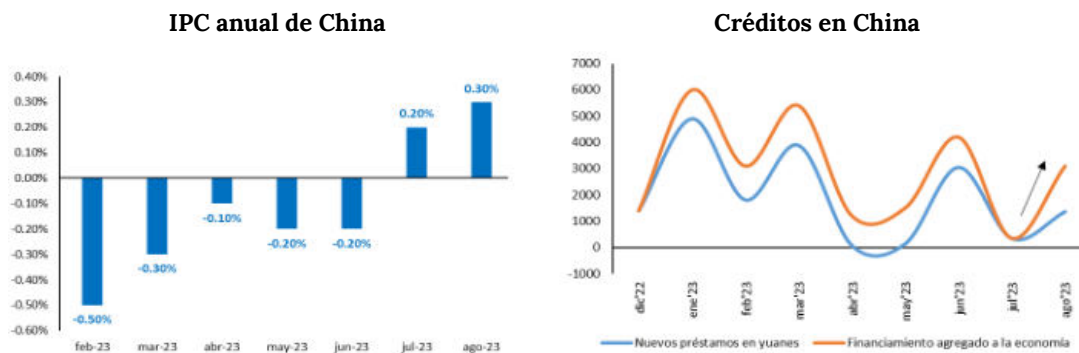
En Brasil, la desaceleración de las ventas minoristas, la débil producción industrial y los altos niveles de deuda de los hogares están generando apoyo al llamado del presidente Luiz Inácio Lula da Silva de tasas más bajas antes de la reunión del banco central en septiembre. Brasil decidió reducir su tasa en 50 pb hasta el 9.5%, acumulando un recorte total de 100 pb desde el inicio del ciclo bajista.



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. 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.

#### Debilidad económica en China y medidas

A lo largo del mes, el sentimiento de la economía de China varió. Al principio, cuando se conoció que el índice de precios al consumidor de China aumentó un 0.1% mensual en agosto, tras una caída en julio, nacieron nuevas esperanzas. Desde semanas pasadas, preocupaba a nivel global que la economía China retrocediera hacia la deflación, alimentando temores sobre su mercado laboral y la actividad productiva, por lo que la lectura del dato se lee de manera positiva.



A esta noticia, se sumó la publicación de los datos crediticios, los cuales sugirieron que las medidas focalizadas al sector inmobiliario pudieron tener un efecto positivo sobre la demanda de hipotecas por parte de los hogares. La desaceleración del sector inmobiliario de China llevó a las autoridades a relajar los requisitos para los pagos iniciales de las hipotecas este mes. Además, como parte de las medidas de estímulo, el Banco Popular de China redujo su tasa preferencial de préstamos a un año, una referencia para los préstamos bancarios, en 10 puntos básicos a 3.45%, pero mantuvo estable la tasa equivalente a cinco años en 4.2%.

Aunque las lecturas fueron esperanzadoras para la demanda global en la primera parte del mes, el sentimiento de endeudamiento de las empresas y los hogares en el largo plazo estaba latente. De hecho, al final del mes, volvió a crecer la preocupación para los promotores inmobiliarios de China luego de que Evergrande Group cancelara una reunión de acreedores para reevaluar los términos de



su reestructuración, debido a una investigación sobre su principal filial, Hengda Real Estate Group, lo que se suma a los temores sobre su deuda,

Con la noticia, hay preocupación por la salud financiera de este sector y, en general, de la economía, que es la segunda más grande del mundo. El sector inmobiliario de China, que normalmente representa más de una cuarta parte de la actividad económica del país, ha tropezado desde principios de año mientras la demanda de los consumidores luchan por recuperarse después de tres años de severas restricciones pandémicas.

## Lo que esperamos en octubre:

### En EE. UU:

No se espera decisión en materia de tasas por parte de la FED en octubre, pero el mercado en modo “data-depending” ajustará las probabilidades de un nuevo en noviembre. Este mes será fundamental en la publicación de los datos macroeconómicos, en relación con el mercado laboral, el IPC y el gasto de consumo personal de los estadounidenses. Además, conoceremos la actualización de pronósticos de crecimiento por parte del Fondo Monetario Internacional (FMI), que serán fundamentales para ver cómo el discurso de las multilaterales se alinea con la narrativa de la FED.

Sobre la inflación, aunque se espera en el escenario de base que esta siga corrigiendo a la baja, veremos que tanto tiempo se mantiene el precio del petróleo y si el umbral de los US\$100 por barril es superado lo que condiciona el desempeño de la variable. Creemos que la inflación de la vivienda, que ha sido el mayor contribuyente al alza de los precios, debería continuar disminuyendo, debido a los retrasos históricos entre el momento en que cae la inflación de los contratos de alquiler recién firmados y cuando aparece en los datos oficiales. No obstante, los precios del petróleo son una amenaza para la inflación.

Seguiremos viendo un enfriamiento del mercado laboral, aunque a paso lento gracias a la digitalización de la economía que sigue apalancada en el sector de los servicios. Esperamos cierta debilidad en el 2S23; no obstante, la actividad económica ayudará a evitar una recesión.

Esperamos que el riesgo de recesión leve se siga aplazando para el 2024 a medida que el mercado laboral sigue robusto, aunque esperamos que el gasto del consumidor se siga ralentizando.

### En la Eurozona:

Luego de conocer las lecturas de inflación de los países de la zona común al cierre de septiembre parece que la convicción sobre el techo de las tasas de interés por parte del BCE ha aumentado. La inflación en la eurozona ha caído desde un máximo del 10,6% el año pasado al 4,3% en septiembre, las presiones sobre los precios en el bloque han retrocedido más lentamente que en Estados Unidos, pero más rápido que en el Reino Unido, donde la inflación alcanzó el 6,7% el mes pasado.

A pesar de las expectativas de que la inflación se desacelerará, los mercados han estado lidiando con la perspectiva de que las tasas de interés se mantengan altas durante un período prolongado. Los inversores también han tenido que sopesar el impacto del aumento de los precios del petróleo, que han aumentado un 35% en los últimos dos meses debido a una menor producción mundial.

Una caída en la confianza económica de la eurozona en septiembre (93,3 desde 93,6 en agosto) apuntó a tendencias de crecimiento aún moderadas. Creemos que la desaceleración de la inflación y el crecimiento moderado harán que el Banco Central Europeo mantenga su tasa de depósito estable en 4,00% en su próximo anuncio de política monetaria a finales de octubre.

La recuperación postCovid de Europa ya se ha desvanecido, el crecimiento del PIB del 2T23 se revisó para mostrar un aumento intertrimestral menor del 0,1%, mientras que, en detalle, las tendencias de crecimiento tanto del gasto de consumo como del gasto de inversión apenas se

encuentran en territorio positivo. 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 en general podría estar camino de una contracción en el 3T23, liderada por Alemania. Sin embargo, las tendencias del ingreso real de los hogares y las ganancias corporativas se han mantenido razonablemente bien. Con una mejora de los ingresos reales y una estabilidad de los beneficios empresariales, esta dinámica podría limitar el alcance de la desaceleración económica de la eurozona.

También en Europa, el Reino Unido enfrenta desafíos económicos y, en nuestra opinión, probablemente caerá en recesión antes de finales de este año. Hasta hace muy poco, la inflación de salarios y precios se ha mantenido muy persistente, lo que ha provocado una serie constante de subidas de tipos por parte del Banco de Inglaterra -BoE-. Por ahora, las tendencias en los ingresos reales de los hogares del Reino Unido se mantienen en territorio negativo, aumentando la presión sobre los flujos de caja de los hogares. Hasta ese momento, los costos de los intereses como porcentaje del ingreso disponible de los hogares han aumentado al 4,5%, más del triple de su nivel a fines de 2021, y es probable que sigan aumentando en los próximos trimestres. Dado que las encuestas de confianza también han sido más débiles en los últimos meses, esperamos que la economía del Reino Unido experimente una leve recesión en el 4T2023 y el 1T2024.

### En China:

Las últimas noticias económicas de China fueron sorpresivamente alcistas. Las ventas minoristas y la producción industrial de agosto sorprendieron al alza, aumentando un 4,6% y un 4,5% interanual, respectivamente. Estas cifras generaron esperanzas de que la serie de medidas políticas implementadas por las autoridades durante los últimos meses podrían estar comenzando a estabilizar la economía de China.

Estas medidas han incluido, entre otras, reducciones de los tipos de interés interbancarios y de los tipos de interés de referencia como el Tipo Prime de Préstamos o el Tipo de la Facilidad de Préstamo a Medio Plazo. Las autoridades también alentaron a los prestamistas a reducir las tasas para los propietarios de viviendas en las hipotecas existentes, así como a reducir los requisitos de pago inicial.

El Banco Popular de China (PBoC) también redujo su índice de reservas obligatorias en 0,25 puntos porcentuales en septiembre, inyectando así liquidez adicional a la economía. Si bien estas medidas son pasos encaminados a apoyar la economía de China, no estamos convencidos de que se haya logrado la estabilización todavía.

Dado que los sectores inmobiliarios y de desarrollo inmobiliario en general de China siguen bajo presión, no vemos ninguna justificación para elevar las previsiones de crecimiento del PIB de China.

Seguimos creyendo que la economía de China crecerá un 4,8% este año y sólo un 4,2% en 2024. A medida que los datos continúan imprimiendo enfriamiento, se reducen las probabilidades de alcanzar un crecimiento del PIB para 2023 superior al 5%.

Por el momento, los estímulos económicos en este país para sopesar esta situación no han brindado la seguridad necesaria a los inversionistas sobre el futuro económico, por lo que la moneda local ha perdido fuerza. En octubre, esperamos ver más estímulos monetarios y fiscales, ya que cada vez es más claro que el impulso que recibió la economía china después de relajar sus políticas de cero COVID-19 ahora se está desvaneciendo. En los riesgos hacia adelante, las tensiones comerciales entre EE.UU. y China también han tenido impactos en el flujo de bienes, generando cambios en los procesos de producción y asociaciones entre países.

### **Nuestro balance de riesgos**

Los riesgos para las perspectivas de crecimiento económico apuntan a la baja. Aunque las tensiones se han reducido en los mercados financieros, se teme que las condiciones crediticias se puedan ver apretadas mucho más de lo esperado y erosionar la confianza. El enfriamiento de China, la Eurozona

y en parte el Reino Unido denotan mercados inmobiliarios inmovilizados ante los altos precios y las altas tasas de financiación.

La inflación salarial sigue elevada en muchas de las principales economías y, en las economías de la OCDE, la inflación subyacente del IPC sigue retrocediendo sólo a un ritmo gradual. Varios bancos centrales también han citado la sensibilidad a las presiones salariales y la inflación del sector de servicios como razones para ser cautelosos a la hora de flexibilizar prematuramente la política monetaria. Por lo tanto, aunque nuestro escenario base es una recesión en Estados Unidos a principios de 2024 y que los recortes de tasas de los bancos centrales del G10 comiencen en el 1 y 2T2024, consideramos que los riesgos se inclinan claramente hacia recortes de tasas que comenzarán a finales del 2S24

El crecimiento global ha alcanzado su punto máximo. Los datos entrantes siguen apuntando a un pico en el ritmo de la expansión global. No sólo es probable que el crecimiento del PIB del G20 alcance un máximo del 3,5% interanual en el 2T23, sino que también el crecimiento global apunta al 2,6% para este año. A medida que las tasas de interés más altas continúan pesando sobre la actividad económica, vemos que el crecimiento global se desacelerará aún más hasta el 2,2% en 2024. Las perspectivas de crecimiento también siguen siendo inciertas, lo que genera cierta divergencia entre las principales economías globales. La actividad económica estadounidense se ha mantenido resistente por el momento. En cambio, la eurozona coquetea con la contracción, mientras que pronosticamos una leve recesión para el Reino Unido a partir de finales de este año. Por su parte en el contexto local para algunos codirectores del Banco de la República la economía colombiana ya vive un soft-landing que debe lidiar con tasas de interés y niveles de inflación altas en medio de una alta incertidumbre política y descontento social que limitan la inversión empresarial.

| RIESGOS ACTUALES                                                                      |                                                                                      |
|---------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| POSITIVOS                                                                             | NEGATIVOS                                                                            |
| IPC subyacente corrige; mercado laboral se enfría                                     | La euforia por la inteligencia artificial es de corta duración                       |
| Demanda agregada se desacelera                                                        | Decisiones de la OPEP+ sobre alza en precio del petróleo pueden alargarse en octubre |
| Precios de commodities a la baja ante dudas de la fortaleza de China                  | Incertidumbre sobre nuevo incremento de la tasa de política monetaria de la FED      |
|                                                                                       | IPC general repunta y/o IPC subyacente es persistente.                               |
|                                                                                       | Alta probabilidad de Fenómeno de Niño presiona precios de insumos agrícolas          |
|                                                                                       | Tasa de los Bancos Centrales desarrollados siguen incrementando                      |
| Enfriamiento economía China                                                           |                                                                                      |
| CONTINGENCIAS                                                                         |                                                                                      |
| POSITIVOS                                                                             | NEGATIVOS                                                                            |
| Transmisión de la política monetaria                                                  | Intensificación de la Guerra Rusia-Ucrania                                           |
| Menor colocación de crédito / menores presiones sobre el endeudamiento de los hogares | Precio de petróleo y otros commodities aumenta presión en inflación                  |

## NUESTROS PRONÓSTICOS ECONÓMICOS

|                                   |                       | 2021     | 2022  |       |        | 2023 (p) |       | 2024 (p) |       |
|-----------------------------------|-----------------------|----------|-------|-------|--------|----------|-------|----------|-------|
| Unidades                          |                       |          |       | 1T    | 2T     | 3T       | 4T    | 2023 (p) |       |
| <b>Economía de Colombia</b>       |                       |          |       |       |        |          |       |          |       |
| <b>PIB</b>                        | % a/a                 | 11.0     | 7.5   | 3.0   | 0.30   | 0.8      | 1.4   | 1.4      | 1.8   |
| Consumo privado                   | % a/a                 | 14.5     | 9.5   | 3.1   | 0.80   | 1.5      | 0.3   | 1.4      | 1.8   |
| Consumo público                   | % a/a                 | 9.8      | 0.3   | -0.3  | 2.30   | 4.6      | 4.8   | 2.9      | 2.6   |
| Inversión fija                    | % a/a                 | 17.3     | 11.4  | -2.2  | -5.70  | -10.6    | -15.0 | -8.4     | -4.6  |
| Exportaciones                     | % a/a                 | 15.9     | 14.8  | 2.6   | 2.50   | 0.8      | 4.3   | 2.6      | 2.0   |
| Importaciones                     | % a/a                 | 26.7     | 22.3  | -7.6  | -14.50 | -15.1    | -9.3  | -11.6    | 5.1   |
| <b>Tasa de Política Monetaria</b> | %, fin de periodo     | 3.0      | 12.0  | 13.00 | 13.25  | 13.25    | 12.25 | 12.25    | 7.25  |
| <b>Inflación</b>                  | % a/a, fin de periodo | 5.6      | 13.12 | 13.3  | 12.13  | 10.89    | 9.15  | 9.15     | 3.97  |
| <b>Tasa de desempleo</b>          | % PEA (SA**)          | 12.2     | 11.2  | 10.5  | 10.30  | 10.9     | 11.1  | 10.7     | 11.7  |
| <b>Petróleo Brent</b>             | USD/barril, promedio  | 70.9     | 100.8 | 81.2  | 78.32  | 83.7     | 87.7  | 82.7     | 86.5  |
| <b>Tasa de cambio</b>             | USD/COP, promedio     | 3,743.09 | 4,253 | 3,911 | 3,919  | 4,075    | 4,176 | 4,020    | 4,314 |

### 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.