



¡Atención al Volante!

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS CORFICOLOMBIANA
PROYECCIONES 2019

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS CORFICOLOMBIANA PROYECCIONES 2019: ATENCIÓN AL VOLANTE

DICIEMBRE 5 DE 2018

EDITOR GENERAL | Julio César Romero

DIRECTOR GENERAL DEL INFORME | Julio César Romero

**ANALISTAS Y
CORRECCIÓN DE ESTILO** | Luis Miguel Alcega
Andrés Felipe Beltrán
Maria Paula Contreras
Cristhian Alejandro Cruz
Andrés Duarte Pérez
Rafael España Amador
José Luis Hernández
Laura Daniela Parra
Juliana Pinzón Tróchez
Julio César Romero
Ana Vera Nieto
María Camila Zambrano

PORTADA | WDF Studio

DIAGRAMACIÓN | Consuelo Lozano González
mconsuelolozano@hotmail.com

IMPRESIÓN | Citygraf Impresores Ltda.
Bogotá, Colombia
Diciembre de 2018

Dirección Ejecutiva de Investigaciones Económicas
Corficolombiana S.A.
Carrera 13 No. 26-45, Bogotá D.C., Colombia
www.corficolombiana.com

ISSN 2256-1072

Corporación Financiera Colombiana S.A. 2018
Todos los derechos reservados ©

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS CORFICOLOMBIANA PROYECCIONES 2019: ATENCIÓN AL VOLANTE

DICIEMBRE 5 DE 2018

Contenido

5	I. EDITORIAL: RIESGO EN ASCENSO
11	II. PERSPECTIVA MACROECONÓMICA: EFECTOS COLATERALES
28	RECUADRO. VENEZUELA: MI CASA ES TU CASA
31	III. SECTOR FINANCIERO: LA ESPERADA PRIMAVERA
48	IV. INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: EL PRECIO DEL AJUSTE
56	V. POSICIÓN FISCAL: ATENCIÓN AL VOLANTE
62	VI. CONTEXTO EXTERNO: ALTA TENSION
77	RECUADRO. GUERRA COMERCIAL: JUGAR CON FUEGO
81	RECUADRO. DESAFÍOS EMERGENTES
87	VII. MERCADO CAMBIARIO: SUBE LA MAREA
102	RECUADRO. EL MERCADO CAMBIARIO EN COLOMBIA
107	RECUADRO. PRECIOS DEL PETRÓLEO EN 2019: INCERTIDUMBRE AL MANDO
112	VIII. MERCADO DE DEUDA: BAILAR BAJO LA LLUVIA
122	RECUADRO. COSTO DE LA DEUDA Y FINANZAS CORPORATIVAS
125	IX. MERCADO ACCIONARIO: EQUILIBRIO DESACOPADO
148	RECUADRO. RENTABILIDAD DEL CAPITAL PROPIO Y FINANZAS CORPORATIVAS
152	RESUMEN DE PROYECCIONES ECONÓMICAS

I. Editorial: Riesgo en ascenso

Julio César Romero

La economía mundial mantuvo estable su crecimiento este año, como resultado de un mejor desempeño de los países desarrollados, los cuales habrían registrado su mayor expansión desde 2010, aunque compensado por una dinámica menos positiva de los emergentes. Lo anterior sucedió en un contexto de fortalecimiento del dólar y con las condiciones de liquidez menos expansivas de los últimos seis años. En EEUU, la política fiscal impulsó la economía por encima de su capacidad potencial, lo cual aceleró el proceso de normalización monetaria de la Reserva Federal (Fed) e incentivó la salida de capitales desde mercados en desarrollo. En contraste, en la Eurozona no se evidencia una recuperación sólida, y la falta de alineación de Italia con los objetivos fiscales que exige la Comisión Europea constituye una seria amenaza para la estabilidad económica europea. En Reino Unido, aunque el banco central elevó la tasa de interés ante las señales moderadas de recuperación, el país seguirá enfrentando en 2019 altos niveles de incertidumbre por las negociaciones del *Brexit*.

Las economías emergentes tuvieron que afrontar dificultades ante el endurecimiento de las condiciones financieras globales y los mayores niveles de aversión al riesgo, lo cual contribuyó a la desaceleración de su crecimiento en 2018. Los países con fundamentales débiles o aquellos que registraron episodios de inestabilidad política, quedaron expuestos a la volatilidad en los mercados financieros internacionales, lo que originó fuertes devaluaciones de sus monedas y un aumento de sus primas de riesgo. En particular, la turbulencia emergente de 2018 tuvo como protagonistas principales a Argentina, Turquía y Sudáfrica, al tiempo que hizo evidente el proceso de diferenciación dentro del grupo de mercados en desarrollo.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) proyecta que la economía global desaceleraría levemente su crecimiento en 2019, a 3.65%, desde 3.73% en 2018, como resultado del menor desempeño de los países desarrollados y de una dinámica estable de los emergentes.

En **EEUU**, los menores ingresos tributarios y el mayor endeudamiento público que implica el estímulo fiscal de la administración Trump, han deteriorado las perspectivas fiscales de los próximos años. Por su parte, en diciembre la Fed realizaría el cuarto incremento de su tasa de referencia de 2018, como reflejo del mayor optimismo que mostraron este año los miembros del Comité. La mediana de

sus últimos pronósticos sugiere tres aumentos adicionales en 2019 (75 puntos básicos), pero creemos que las señales de moderación del crecimiento económico de EEUU motivarían a la Fed a incrementarla, como máximo, dos veces más (50 puntos básicos). Bajo este contexto, las tasas de interés de corto plazo aumentaron durante este año, mientras que los temores por una desaceleración de EEUU en 2020, o incluso antes, limitaron mayores incrementos en las tasas de largo plazo, lo cual se reflejó en un aplanamiento importante de la curva de los Bonos del Tesoro a niveles similares a los evidenciados en periodos previos a recesiones pasadas. Además, la hoja de balance de la Fed disminuiría de forma importante el próximo año, lo que implica un retiro de liquidez cercano a 600 mil millones de dólares en 2019.

En **Europa**, la recuperación sigue siendo frágil y los riesgos para 2019 vienen en aumento. El Banco Central Europeo (BCE) disminuyó en octubre el monto de compras de activos, a 15 mil millones de euros mensuales, y ha dicho que este programa terminará a partir de enero del próximo año. No obstante, la actividad económica y la inflación no han consolidado el repunte que esperaba la autoridad monetaria, y creemos que el programa de compras se extendería hasta marzo próximo, aunque a partir de enero el monto disminuiría a 10 mil millones de euros; así mismo, no esperamos cambios en la tasa de interés en 2019. Además, los problemas de deuda y la inestabilidad política en Italia amenazan la recuperación de la zona euro, teniendo en cuenta que es la tercera economía más grande de la región y que el sistema bancario europeo tiene una alta exposición crediticia a deuda de ese país. Entre tanto, la incertidumbre por el *Brexit* continuaría el próximo año, ante la incapacidad del Gobierno británico de llegar a un acuerdo sobre los términos del retiro, de manera que al cierre de este informe se planteaba una extensión por un año de la fecha límite de salida de Reino Unido de la Unión Europea (actualmente es marzo de 2019).

En **Japón**, la economía perdió fuerza durante 2018, las expectativas de inflación disminuyeron y la demanda interna siguió dando señales de debilidad. Bajo este contexto, el banco central mantuvo sus tasas de interés en mínimos históricos y dejó inalterado su programa de compra de activos, situación que se mantendrá en 2019 hasta que sea evidente que la inflación alcanza la meta de 2% y se cierra la brecha negativa del producto. En este sentido, no esperamos ajustes de política monetaria en ese país por lo menos hasta 2020.

En resumen, las compras de activos por parte de los principales bancos centrales disminuirían a 0.4 billones de dólares en 2019, el

nivel más bajo desde que empezaron los programas de expansión cuantitativa (en 2009), a lo cual se sumaría el retiro adicional de liquidez asociado a las mayores emisiones de deuda en EEUU. Las tensiones comerciales continuarán generando nerviosismo en los inversionistas y fomentando episodios de aversión al riesgo. Bajo este contexto, **en 2019 esperamos un mayor endurecimiento de las condiciones financieras globales y nuevos episodios de volatilidad en algunas economías emergentes.**

El próximo año el **peso colombiano** afrontará presiones asociadas a la mayor aversión al riesgo global como resultado del aumento de tasas de la Fed, el fortalecimiento del dólar por el redireccionamiento de flujos hacia ese país, y episodios de volatilidad en algunos países emergentes. Lo anterior en un contexto de precios del petróleo similares, en promedio, a los observados en 2018, en el que la incertidumbre seguirá siendo una constante y continuarán alternándose periodos de precios bajos, por exceso de oferta, y de precios altos, por choques geopolíticos que limiten la producción y creen expectativas de escasez. Por su parte, la economía ha salido relativamente bien librada de los choques de volatilidad sobre mercados emergentes, gracias al buen manejo de las autoridades monetarias, pero también a la “suerte” de contar con precios del petróleo altos durante la mayor parte de este año. En este sentido, la pronunciada caída de la cotización del crudo en noviembre de este año, de mantenerse, dejaría más expuesta la economía colombiana ante choques externos.

En nuestro escenario base, la referencia Brent registrará un promedio de 65 dólares por barril en 2019, lo cual seguiría impulsando flujos de inversión extranjera directa hacia Colombia y permitiría una relativa estabilidad de las cuentas externas (déficit en cuenta corriente similar al de 2018); este escenario también asume que el país mantiene la calificación crediticia de grado de inversión el próximo año, aunque es posible que las agencias calificadoras expresen su preocupación por la sostenibilidad fiscal de Colombia a mediano plazo, lo cual elevaría las presiones de devaluación sobre el tipo de cambio. Así, esperamos que **la tasa de cambio registre un promedio de 2,980 pesos por dólar en 2019 y que cierre el año en un nivel similar** (fluctuando en un rango entre 2,800 y 3,300 pesos por dólar). Sin embargo, no descartamos que el país tenga que afrontar episodios de estrés que generen devaluaciones del peso colombiano mayores a las de nuestro escenario base.

En materia de actividad local, esperamos una aceleración del crecimiento del PIB desde 2.8% en 2018 a un rango entre 3.0% y

3.4% en 2019, con 3.2% como escenario más probable. Lo anterior refleja la elevada incertidumbre asociada a la Ley de Financiamiento que apruebe el Congreso. Antes de conocer la primera versión del Proyecto de Ley de Financiamiento, creíamos que la economía aceleraría su crecimiento a 3.4%, impulsada por un mayor dinamismo del consumo privado y la inversión fija, y limitada por el gasto público, que estaría restringido dado el propósito de austeridad del Gobierno para dar cumplimiento a la Regla Fiscal. No obstante, la información conocida hasta el cierre de este informe nos motivó a tener una expectativa más conservadora, resumida a continuación:

- ❑ debilitamiento del consumo privado como consecuencia del aumento de la carga tributaria para las personas naturales y las presiones inflacionarias por cuenta de la Ley de Financiamiento. El grado de deterioro del gasto de los hogares y el impacto inflacionario estará en función de lo que apruebe el Congreso en esta materia;
- ❑ repunte de la inversión, impulsado por una menor carga impositiva para las empresas; la construcción de edificaciones residenciales finalmente reaccionaría, pues terminaría de ajustarse el exceso de oferta de años previos, mientras que el sector petrolero aumentaría nuevamente sus gastos de capital, luego de la favorable posición de caja con la que terminaría este año;
- ❑ las inversiones en proyectos de infraestructura de Cuarta Generación (4G) tendrán un aporte al crecimiento del PIB similar al de 2018, aunque menor al que estimábamos previamente;
- ❑ el mayor crecimiento del gasto público, en línea con los rubros de funcionamiento e inversión del Presupuesto aprobado para 2019; sin embargo, no descartamos un recorte en este último en caso que la Ley de Financiamiento aprobada en el Congreso no sea suficiente para recaudar los 14 billones de pesos faltantes.
- ❑ los precios del petróleo continuarán en niveles relativamente altos en 2019, aunque inferiores a 2018, favoreciendo el ingreso nacional a través de los términos de intercambio;
- ❑ las exportaciones netas contribuirán positivamente al crecimiento de la economía, por cuenta de un mejor desempeño de las ventas externas -impulsado por un crecimiento de los socios comerciales que sigue siendo positivo- y de un menor impulso de las importaciones, que se verían desincentivadas por la devaluación del peso colombiano;

- ❑ las condiciones de liquidez internacional estarán más ajustadas;
- ❑ la política monetaria se acercará a terreno neutral a mediados de 2019, mientras que la mayor parte de 2018 fue ligeramente expansiva;

Antes de considerar los posibles efectos de la Ley de Financiamiento, **esperábamos que la inflación registrara una leve tendencia al alza en 2019 y cerrara el año en 3.5%, desde 3.3% al cierre de 2018**, impulsada principalmente por choques de oferta. Por un lado, la eventual ocurrencia del Fenómeno del Niño entre finales de año y comienzos de 2019 -cuya probabilidad al cierre de este informe superaba el 70%- podría generar algunas presiones alcistas sobre los precios de los alimentos y las tarifas de energía eléctrica durante el primer semestre del año. No obstante, métricas internacionales señalan que su intensidad sería mucho más baja frente a lo observado en 2015, por lo que esperamos que su influencia sobre los precios sea moderada. Además, la devaluación del peso colombiano podría generar presiones inflacionarias adicionales sobre los bienes transables, aunque creemos que el impacto sobre la inflación total sería limitado debido a la credibilidad que los agentes tienen en la autoridad monetaria. Por el contrario, las presiones por el lado de la demanda permanecerían controladas, dado que el producto continuaría creciendo por debajo de su potencial durante gran parte del año.

Ahora bien, al cierre de este informe seguía siendo altamente incierto el contenido final de la Ley de Financiamiento. Nuestras estimaciones basadas en el Proyecto inicial, indicaban un aumento de 270 puntos básicos en la inflación, hasta niveles cercanos al 6.0%, (sería un efecto de una sola vez que se sentiría con más fuerza en el primer trimestre de 2019). Sin embargo, desde mediados de noviembre tomó fuerza la posibilidad de que el Gobierno descartara el aumento de la base gravable a la mayoría de los productos de la canasta familiar, y a su vez incluyera un impuesto al consumo de bebidas azucaradas y a la cerveza. Aunque no contamos con detalles sobre esta última medida, creemos que tendría un efecto muy limitado sobre la inflación, dado el bajo peso de estos productos dentro de la canasta familiar.

Por su parte, BanRep enfrentará el próximo año una disyuntiva importante: presiones al alza sobre la inflación que podrían llevarla nuevamente por fuera del rango meta, mientras que la economía continuaría por debajo de su potencial. Bajo este contexto, **mantenemos la expectativa de que la tasa de intervención se**

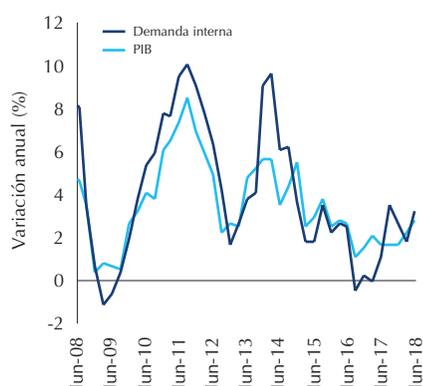
mantendrá en 4.25% hasta mediados de 2019, tras lo cual empezaría un ciclo corto de incrementos que la llevaría a 4.75% al cierre del año, muy cerca de su nivel neutral. No obstante, los riesgos inflacionarios y la preocupación de la Junta por la vulnerabilidad del país frente a riesgos externos, elevan la probabilidad de que el proceso de normalización monetaria empiece antes de lo que anticipamos. Para ello será clave la reacción de las expectativas de inflación de los agentes a mediano plazo, ante las medidas que finalmente se prueben en la Ley de Financiamiento.

El **frente fiscal** se consolida como el principal reto que afrontará el país el próximo año, en un contexto de volatilidad en los mercados internacionales. En particular, el principal desafío del Gobierno está en proponer un plan creíble de ajuste de sus cuentas a partir de 2020, pues creemos que la Regla Fiscal en 2019 será cumplida incluso si la Ley de Financiamiento no lograra el recaudo esperado, dada la posibilidad de recortar algunos rubros del Presupuesto General de la Nación aprobado para 2019. Las agencias calificadoras (especialmente S&P y Moody's) resaltan la necesidad de que el país aumente su crecimiento potencial y presente un plan de consolidación fiscal de mediano plazo, un tema que, en nuestra opinión, no se aclara con el Proyecto de Ley de Financiamiento. En este sentido, no descartamos que haya revisiones negativas a las perspectivas de calificación soberana de Colombia, especialmente durante el primer semestre de 2019, aunque nuestro escenario base contempla que el país mantendrá el grado de inversión. Por lo anterior, esperamos que el déficit fiscal de 2019 sea de 2.4% del PIB en 2019, desde 3.1% en 2018, con lo cual se dará cumplimiento a la Regla Fiscal. No obstante, vemos una posibilidad no despreciable de que en el primer semestre del año el Comité Consultivo de la Regla Fiscal revise los parámetros de crecimiento económico potencial, lo cual se reflejaría en una senda de ajuste más flexible a partir de 2020.

II. Perspectiva Macroeconómica: Efectos colaterales

*María Paula Contreras
Julio César Romero*

Gráfico II.1
PIB VS. DEMANDA INTERNA



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

En 2018, la economía colombiana continuó el proceso de recuperación que inició en 2017, luego del fuerte choque en los términos de intercambio del periodo 2014 - 2016. No obstante, el repunte ha sido más lento de lo que estimábamos inicialmente, por lo cual mantenemos un sesgo negativo sobre nuestro pronóstico de crecimiento para este año, de 2.8%. En lo corrido del año hasta septiembre, el PIB creció 2.5% a/a¹, por encima del crecimiento de 1.8% del año pasado, impulsado por el fortalecimiento de la demanda interna, que volvió a ser el motor de crecimiento económico luego de la debilidad exhibida entre 2016 y 2017, cuando tuvo una dinámica inferior a la de la economía (Gráfico II.1).

Los hogares y el Gobierno lideraron la reactivación. Por un lado, el gasto de los consumidores estuvo favorecido por el desvanecimiento del efecto inflacionario del aumento del IVA dispuesto en la reforma tributaria de finales de 2016, en un contexto de política monetaria moderadamente expansiva que estimula el consumo privado. Por su parte, el buen desempeño del gasto público en el primer semestre del año reflejó la mayor ejecución del presupuesto a cargo del Gobierno saliente, en alguna medida como resultado de la realización de las elecciones legislativas, en marzo, y las dos vueltas presidenciales, en mayo y junio.

En contraste, la inversión fija registró una expansión menor a la de 2017, afectada por los malos resultados del sector de la construcción y por la incertidumbre asociada con el proceso electoral, que se sintió especialmente en 1T18 con la parálisis de los planes de inversión del sector empresarial. Finalmente, las exportaciones netas mantuvieron una contribución negativa al crecimiento del PIB en la primera parte de este año, debido a un mejor desempeño de las importaciones frente a las exportaciones; en particular, las compras externas de bienes intermedios y de capital reflejaron la fortaleza de la demanda interna, en un contexto en el que no se evidenciaron presiones cambiarias importantes. De hecho, durante el primer semestre del año se registró una apreciación del peso colombiano, a pesar del contexto de incertidumbre en la economía global (ver Capítulo de Mercado Cambiario).

¹ En adelante, haremos referencia a variaciones anuales (a/a), excepto donde se mencione lo contrario.

Vale la pena resaltar que el aumento de los precios del petróleo en 2017 superó nuestras expectativas y las del Gobierno, lo que tuvo un efecto positivo sobre los términos de intercambio que favoreció el ingreso nacional (ver “Recuadro. Precios del Petróleo en 2019: Incertidumbre al mando”).

La información disponible al cierre de este informe sugiere que la recuperación de la actividad económica continuó en el segundo semestre, aunque nos preocupan el deterioro de la confianza del consumidor en septiembre y octubre, y la debilidad de algunos indicadores de la inversión fija. Por un lado, el consumo privado habría dado señales de fortalecimiento en 3T18, en medio de una inflación estable y cercana a la meta del Banco de la República (BanRep) y mientras continuaba el proceso de transmisión de la política monetaria ligeramente expansiva a las tasas de interés de los créditos. Sin embargo, creemos que la mayor carga tributaria para los hogares asociada al mayor pago de impuesto de renta por parte de las personas naturales -por efecto de la reforma de 2016- habría afectado su ingreso disponible en los últimos meses del año, lo cual explicaría el deterioro reciente en la confianza de los consumidores.

Por su parte, una vez diluida la incertidumbre electoral con la llegada de Iván Duque a la presidencia -un hecho que fue percibido positivamente por parte de empresarios e inversionistas- esperábamos que la inversión fija repuntara de forma importante en la segunda parte del año. No obstante, este no ha sido el caso y la reacción de los gastos de capital de las empresas está incumpliendo nuestra expectativa. De esta forma, **esperamos que el crecimiento de la economía colombiana se acelere a 2.8% en 2018, desde 1.8% en 2017, aunque mantenemos un sesgo negativo como consecuencia de la debilidad de algunos indicadores en el segundo semestre del año, según explicamos previamente.**

Expectativas 2019: Repunte condicionado a la Ley de Financiamiento

Antes de conocer la primera versión del Proyecto de Ley de Financiamiento (PLF), creíamos que la economía consolidaría su proceso de recuperación el próximo año y aceleraría su crecimiento a 3.4%, impulsada por un mayor dinamismo del consumo privado y la inversión fija, y limitada por el gasto público, que estaría restringido en medio del proceso de austeridad del Gobierno para dar cumplimiento a la Regla Fiscal (ver Capítulo de Posición Fiscal). No obstante, **con base en la información del PLF conocida hasta el cierre de este informe, creemos que su impacto sobre el crecimiento de la economía colombiana en 2019 sería negativo.**

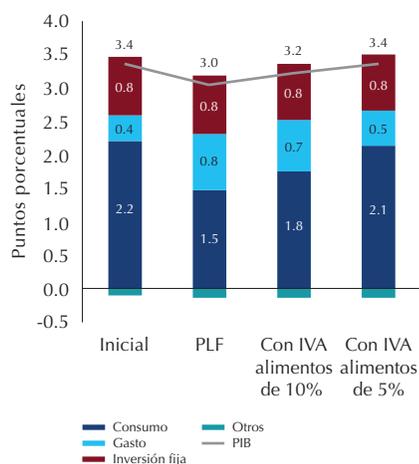
En efecto, el consumo privado se resentiría de forma importante por la ampliación de la base gravable del IVA -incluso luego de la compensación para los hogares de menores ingresos- lo cual no sería contrarrestado por el incremento del gasto público -asociado al aumento en los rubros de funcionamiento e inversión en el Presupuesto General de la Nación (PGN) aprobado para el próximo año- y la posible reacción positiva de la inversión fija a los incentivos propuestos. En este sentido, **tenemos un sesgo negativo sobre el pronóstico de crecimiento del PIB el próximo año, y ahora esperamos que se ubique entre 3.0% y 3.4%. Este rango de pronóstico refleja la elevada incertidumbre asociada a las posibles modificaciones que tendrá esta propuesta en el Congreso, y la magnitud y velocidad de respuesta que tendría la inversión fija ante los incentivos dispuestos en el PLF.**

En particular, creemos que es altamente probable una reducción en la tarifa del IVA para los alimentos, por lo cual analizamos escenarios con tarifas de 5% y 10% sobre estos rubros de gasto, inferiores al 18% que propuso inicialmente el Gobierno (Gráfico II.2).

Nuestras estimaciones sugieren que el PLF, tal y como está formulado, llevaría a una reducción del aporte del consumo de los hogares al crecimiento de la economía en cerca de 0.7 puntos porcentuales (p.p.) frente a nuestro escenario inicial. La baja elasticidad de la demanda al precio de los bienes básicos, que son los que el PLF pretende gravar con IVA, reduciría el ingreso disponible para consumir bienes que no son de primera necesidad. El efecto de un menor consumo privado sería compensado parcialmente por el gasto público, el cual, excluyendo el servicio de la deuda, aumentaría 11.5% en términos nominales frente a 2018. De esta forma, la contribución del gasto público al crecimiento del PIB se incrementaría en 0.4 p.p. frente a nuestro escenario inicial (Gráfico II.2).

En este orden de ideas, el efecto agregado del PLF sobre el crecimiento dependería en gran medida de la reacción de la inversión privada (formación bruta de capital fijo) a los incentivos dispuestos en el proyecto, dentro de los cuales están la reducción en la tarifa de impuesto de renta para personas jurídicas y la posibilidad de descontar del impuesto de renta el 100% del IVA pagado por la adquisición de bienes de capital, el Gravamen a los Movimientos Financieros (GMF) y el ICA. No obstante, somos escépticos respecto a la velocidad de respuesta de las empresas ante estos incentivos, por lo que no creemos que en el corto plazo generen una aceleración significativa en la inversión fija; en particular, consideramos que las decisiones de gasto de capital responden más al comportamiento de

Gráfico II.2
 ESCENARIOS DE APORTE AL
 CRECIMIENTO DEL PIB EN 2019

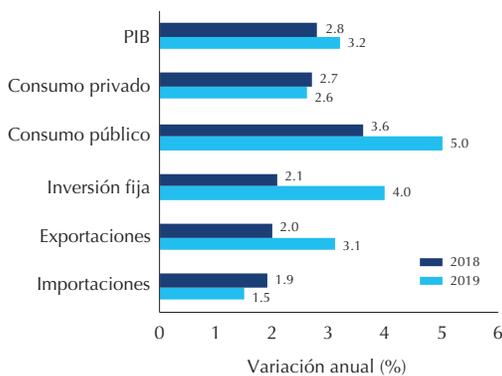


Fuente: DANE. MinHacienda.
 Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico II.3

PROYECCIONES PIB

(Componentes de la demanda)

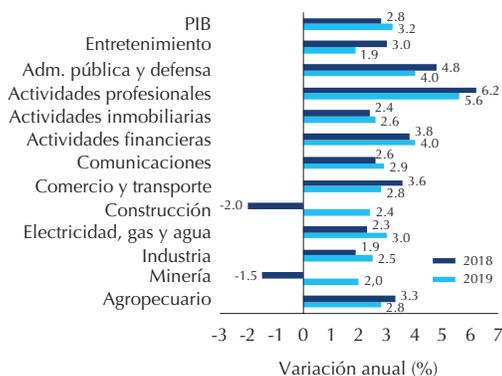


Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico II.4

PROYECCIONES PIB

(Sectores)



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

la demanda y a los niveles de competitividad de cada sector, que a incentivos tributarios.

Cabe resaltar, además, que el repunte en la inversión tendría que provenir de actividades distintas a la construcción, teniendo en cuenta que: i) seguimos viendo un exceso de oferta en las edificaciones no residenciales que limitará un mayor gasto de capital el próximo año; y ii) ahora estimamos una menor ejecución en los proyectos de 4G en 2019, como resultado de los problemas administrativos y los retrasos por trámites socio-ambientales en varios proyectos. De esta forma, estimamos que la inversión en actividades distintas a construcción tendría que crecer entre 0.4 y 0.5 p.p. adicionales al 5.6% que esperamos en nuestro escenario inicial para 2019, para mantener el dinamismo de la inversión fija total, algo que vemos poco probable en un contexto en el que la demanda interna aún se encuentra débil y no pareciera soportar una ampliación en la capacidad instalada.

Así, la aprobación del PLF tal y como está reduciría hasta en 0.4 p.p. el pronóstico de crecimiento del PIB de 2019 bajo nuestro escenario inicial. Sin embargo, la oposición en el Congreso y la opinión pública al hecho de gravar el 80% de la canasta familiar con una tarifa de IVA de 18%, seguramente implicará que el Gobierno tenga que ceder durante el trámite de la Ley, y deba recurrir a medidas distintas al IVA para lograr el objetivo de recaudo. Por lo anterior, realizamos estimaciones alternativas con una tarifa diferencial de IVA de 10% y 5% para los alimentos, teniendo en cuenta que estos representan la mayor parte de los productos que perderían la calidad de exentos o excluidos. Bajo estos escenarios, el impacto sobre el consumo privado, y sobre el crecimiento del PIB, sería más moderado (Gráfico II.2). Sin embargo, el gasto del gobierno también se podría ver afectado y reduciría su aporte al crecimiento económico del próximo año, en la medida que la reducción en la tarifa de IVA (la mayor fuente de recaudo) llevaría a recortes en el Presupuesto aprobado para no afectar el cumplimiento de la regla fiscal (ver Capítulo de Posición Fiscal).

Dada la incertidumbre que se mantenía al cierre de este informe sobre las medidas tributarias que finalmente aprobará el Congreso, mantenemos el rango previamente mencionado de crecimiento del PIB en 2019 entre 3.0% y 3.4%, con 3.2% como escenario más probable (Gráficos II.3 y II.4). Lo anterior se sustenta en los siguientes argumentos:

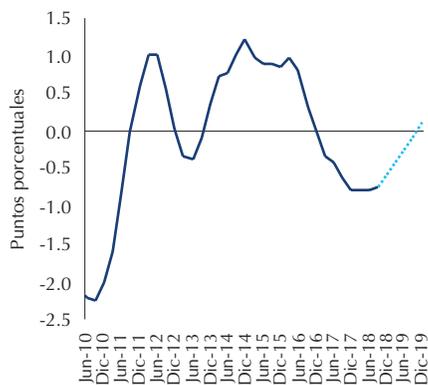
- el consumo privado se debilitará como consecuencia de una mayor carga tributaria para los hogares y mayores presiones

inflacionarias por cuenta de la ampliación del IVA a una proporción importante de productos de la canasta familiar. El grado de debilitamiento del gasto de los hogares y del impacto inflacionario estará en función de las modificaciones que se realicen a la propuesta inicial de IVA en el PLF;

- ❑ la inversión fija repuntará, impulsada por una menor carga impositiva para las empresas, especialmente la reducción de la tarifa de impuesto de renta a 33% el próximo año, frente al 37% de 2018 (incluyendo sobretasa); una recuperación en la construcción de edificaciones residenciales debido a que se terminaría de ajustar el exceso de oferta de años previos y la demanda se vería favorecida por los programas del Gobierno para impulsar la adquisición de vivienda; y mayores inversiones de capital por parte de las empresas petroleras, asociadas a la posición de caja favorable que tienen luego de la recuperación de los precios del petróleo en 2018, y a compromisos contractuales por la asignación de nuevas áreas para exploración y producción el próximo año;
- ❑ las inversiones en proyectos de infraestructura de Cuarta Generación (4G) tendrán un aporte al crecimiento del PIB similar al de 2018, aunque menor al que estimábamos previamente;
- ❑ los precios del petróleo continuarán en niveles relativamente elevados frente a lo observado en años anteriores, favoreciendo los términos de intercambio y el ingreso nacional;
- ❑ las exportaciones netas contribuirán positivamente al crecimiento de la economía, por cuenta de un mejor desempeño de las ventas externas -impulsado por un buen desempeño económico de los socios comerciales, especialmente los de la región- y de un menor impulso de las importaciones, que se verían desincentivadas por la devaluación del peso colombiano (ver Capítulo de Contexto Externo);
- ❑ las condiciones de liquidez internacional estarán más ajustadas y encarecerán el costo de financiamiento interno (Ver Capítulo de Mercados Externos);
- ❑ la política monetaria se acercará a terreno neutral (ver Capítulo de Inflación y Política Monetaria);

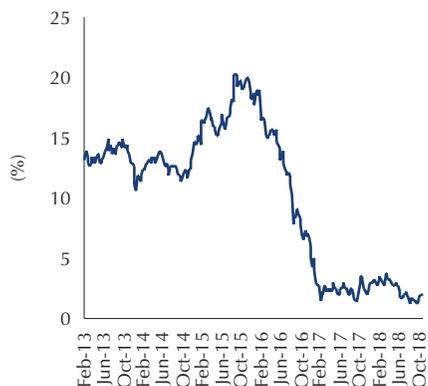
En esta línea, la economía colombiana cerraría 2018 por debajo de su potencial, y la brecha del producto negativa solo empezaría a

Gráfico II.5
BRECHA DEL PRODUCTO EN
COLOMBIA



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico II.6
CRECIMIENTO DE LA CARTERA
COMERCIAL



Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana.

cerrarse a comienzos de 2019 (Gráfico II.5). En consecuencia, las presiones de demanda sobre los precios se mantendrían bajas y controladas a lo largo del próximo año (ver Capítulo de Inflación y Política Monetaria).

Inversión fija: fuente de optimismo

La inversión fija registró una fuerte desaceleración en 1S18, al crecer 0.5%, frente al 3.4% registrado en 2017. Este comportamiento estuvo explicado principalmente por una contracción de 0.7% en la inversión en construcción (60% de la inversión fija), y una ralentización de la inversión en otros sectores, la cual pasó de crecer 7.8% en 2017 a tan sólo 2.3% en la primera mitad de 2018, afectada por la incertidumbre generada por el proceso electoral. Aunque al cierre de este informe no se conocía la información del PIB de 3T18 por el lado de la demanda, los indicadores disponibles para el segundo semestre del año estarían indicando una recuperación gradual de los diferentes componentes de la inversión fija, aunque más lenta de lo que esperábamos, especialmente porque la cartera comercial sigue sin mostrar claras señales de reactivación (Gráfico II.6). De esta forma, **estimamos que la inversión fija crecería 2.1% en 2018**, recuperándose frente a la primera parte del año, pero desacelerándose frente a lo reportado en 2017.

Por un lado, esperamos que la inversión fija distinta de construcción mantenga una tendencia positiva en lo que resta del año y repunte con mayor fuerza en 2019, favorecida por la disipación de la incertidumbre electoral que afectó la confianza y las decisiones de inversión, y por una reducción de 3 p.p. en la tarifa del impuesto de renta a las empresas, la cual pasó de 40% a 37% en 2018. Además, creemos que los incentivos consignados en el proyecto de Ley de Financiamiento, relacionados con la posibilidad de realizar descuentos y deducciones sobre el impuesto de renta, generarían un impulso adicional a la dinámica de la inversión en sectores altamente intensivos en capital, como el petrolero y el de servicios públicos.

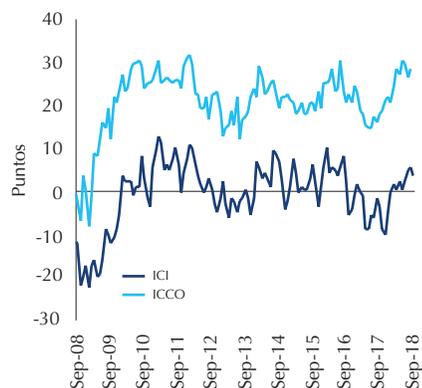
La evolución reciente de los indicadores de confianza y expectativas medidos en diferentes encuestas, refleja un mayor optimismo en el sector empresarial, confirmando nuestra expectativa de que una vez resuelto el panorama electoral, la economía presentará un mejor desempeño. En efecto, la percepción acerca del clima de negocios según la Encuesta de Opinión Industrial Conjunta (EOIC) de la ANDI, sugiere que la impresión de los empresarios acerca de la situación actual de su negocio y sus expectativas sobre el futuro inmediato, se encuentran en niveles favorables y superiores frente a lo observado

Gráfico II.7
 INDICADORES DEL CLIMA DE NEGOCIOS



Fuente: ANDI.

Gráfico II.8
 ÍNDICES DE CONFIANZA INDUSTRIAL (ICI) Y COMERCIAL (ICCO)



Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana.

a mediados de 2017 (Gráfico II.7). En particular, cabe destacar el incremento notable de las expectativas en los últimos meses -el cual se ha vuelto más pronunciado tras las elecciones legislativas-, las cuales se ubican en niveles no vistos desde finales de 2006, año en el cual la economía creció 6.7%. Algo similar se observa en los índices de confianza comercial e industrial de Fedesarrollo, los cuales han presentado una recuperación importante desde finales de 2017, volviendo a ubicarse en niveles superiores a su promedio histórico (Gráfico II.8).

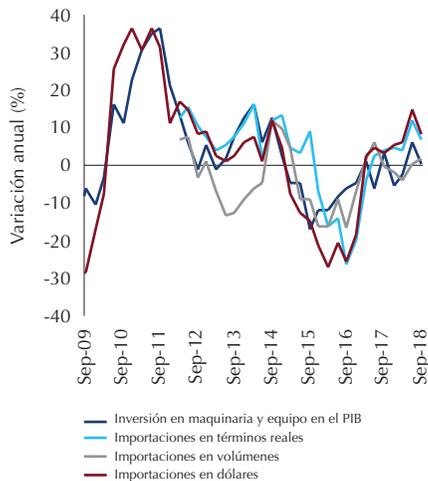
Estos mayores niveles de confianza se reflejan en el mejor comportamiento de la formación bruta de capital. En efecto, la inversión en maquinaria y equipo, que representa cerca de la tercera parte del componente de inversión fija, continuaría con una tendencia de recuperación a juzgar por la dinámica de las importaciones de bienes de capital y bienes intermedios para la industria. En 3T18, las compras externas de bienes de capital para la industria registraron un crecimiento de 2.1% en volúmenes, superior al incremento de 0.6% en 2T18. A la vez, dichas importaciones presentaron crecimientos de 8.5% en dólares y 7.1% en términos reales (cálculo que hacemos deflactando por la tasa de cambio y el IPP de importados), los cuales, aunque son inferiores a lo registrado en 2T18, son superiores frente a lo evidenciado en 2017 (Gráfico II.9).

Por su parte, las importaciones de bienes intermedios para la industria, indicador que también sigue de cerca el comportamiento de la inversión en maquinaria y equipo, continuaron creciendo a tasas de dos dígitos, en dólares y en términos reales (19% y 17.5% respectivamente). Esta dinámica está en línea con el repunte que ha exhibido la actividad industrial a lo largo del año, y con la recuperación del sector petrolero, el cual pasó de contraerse 3.7% en 2017 a crecer 0.8% en lo corrido del año hasta septiembre. Esta tendencia se mantendría hacia adelante según lo indica la dinámica de la producción de petróleo, la cual recibiría un impulso adicional por cuenta de los mayores precios del crudo (ver “Recuadro. Precios del Petróleo en 2019: Incertidumbre al mando”).

En efecto, los niveles de precios registrados en 2018 fortalecieron la caja de las empresas petroleras, lideradas por Ecopetrol, y creemos que permitirán un nuevo aumento de sus inversiones en 2019. Con base en los planes de inversión de esta empresa, y asumiendo que su gasto de capital (Capex) en exploración y producción representa aproximadamente el 65% del Capex total del sector en Colombia, **estimamos que la inversión fija de la industria petrolera en 2019 estará entre 4,500 y 5,500 millones de dólares, lo que significaría un**

Gráfico II.9

INVERSIÓN EN MAQUINARIA Y EQUIPO
VS IMPORTACIONES DE BIENES DE
CAPITAL* (Trimestre móvil)

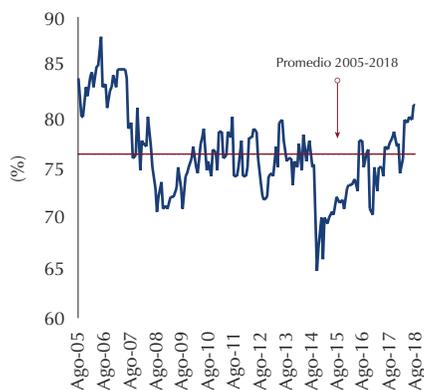


* Para la industria

Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico II.10

UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD
INSTALADA



Fuente: ANDI.

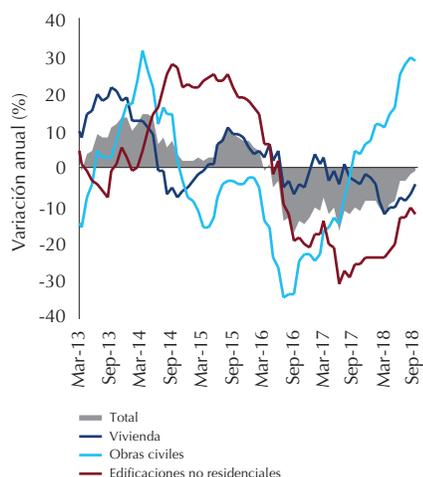
aumento de 10% a 30% frente a 2018. Este Capex se destinaría en más de un 75% a proyectos que permitan contrarrestar la declinación de la producción de campos maduros -que sin inversiones es cercana al 20% anual- a través de la perforación de pozos de desarrollo y proyectos de recobro mejorado; el otro 25% del Capex estaría enfocado en reactivar la actividad de exploración (pozos y sísmica) -especialmente en tierra firme- necesaria para aumentar a mediano plazo las reservas petroleras del país.

Igualmente, se contemplan mayores inversiones en el sector de servicios públicos en los próximos años. Por ejemplo, **el Grupo Enel, uno de los conglomerados energéticos más grandes del mundo, planea realizar inversiones en Colombia por 4.4 billones de pesos entre el 2018 y el 2020, lo que representa cerca del 0.4% del PIB.** Por su parte, de acuerdo con datos de ANDESCO, en el período 2015-2024 se tienen previstas inversiones por más de 17.4 billones de pesos por parte de las empresas prestadoras de servicios de acueducto y alcantarillado, lo que representa un incremento de 117% frente a las inversiones ejecutadas en el período 2005-2014. La mayor parte de estos recursos sería ejecutada entre 2019 y 2021.

El repunte esperado está soportado igualmente por la necesidad de aumentar la capacidad de producción local. En efecto, **la utilización de la capacidad instalada ha presentado un incremento notable desde comienzos de año, ubicándose actualmente en niveles superiores a los registrados en los últimos diez años (Gráfico II.10),** situación que contrasta con la desaceleración de la inversión fija en 1S18. Dado que la actividad económica aún se encuentra por debajo de su potencial, creemos que los altos niveles de capacidad instalada señalan la necesidad de renovar parte del aparato productivo, lo que implicaría una mayor inversión por parte de las empresas.

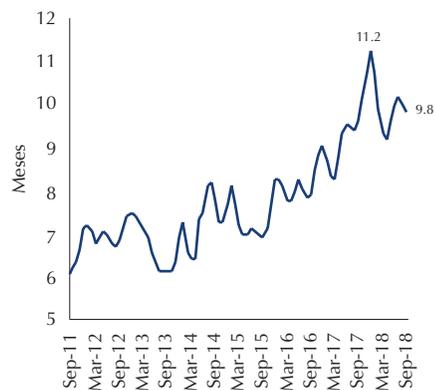
En cuanto a la **inversión fija en construcción,** creemos que mantendrá un desempeño pobre en lo que resta de 2018, como consecuencia de la debilidad del subsector de edificaciones, y a pesar de la recuperación esperada en el componente de obras civiles. Esperamos que el componente de edificaciones haya moderado su contracción en la segunda parte del año, por cuenta de que se agotarían los excesos de oferta acumulados en años previos, y ante el mejor desempeño de la demanda en el mercado inmobiliario; no obstante, el subsector cerraría 2018 con resultados negativos por cuenta de las fuertes contracciones evidenciadas en 1S18. Por su parte, creemos que el subsector de obras civiles mostrará un mejor desempeño en 2S18, impulsado por una mayor ejecución de las inversiones de capital de los proyectos de infraestructura vial de

Gráfico II.11
 PRODUCCIÓN DE CONCRETO SEGÚN DESTINO (Trimestre móvil)



Fuente: DANE.

Gráfico II.12
 ROTACIÓN DE INVENTARIOS DE VIVIENDA



Fuente: Camacol. Cálculos: Corficolombiana.

4G, el inicio de la construcción del Metro y de Transmilenio por la Carrera Séptima en Bogotá, y una recuperación en la construcción de obras para la minería.

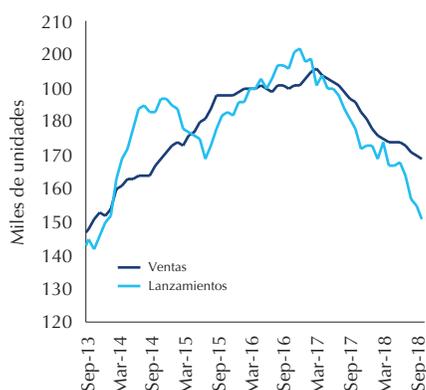
En efecto, los indicadores adelantados estarían mostrando algunas mejoras en la actividad del sector constructor. La producción de concreto, por ejemplo, ha evidenciado una recuperación importante a lo largo del año y en 3T18 registró la menor caída interanual desde mayo de 2016 (-0.3%). Esta dinámica se explica por un mejor comportamiento en la producción de concreto dirigido hacia obras civiles, y por una reducción en el ritmo de caída de la producción dirigida hacia vivienda y edificaciones no residenciales (Gráfico II.11).

En el mercado de vivienda, tanto las ventas como los lanzamientos de nuevos proyectos continúan exhibiendo un débil desempeño, presentando caídas de 6.7% y 16.8% en los primeros nueve meses de 2018, respectivamente. En esta línea, y de acuerdo con nuestros cálculos basados en información de Camacol, la rotación de inventarios, que indica el tiempo que tardaría la oferta actual de vivienda en ser vendida si las ventas permanecieran en niveles similares a los del último trimestre, se ubicó en 9.8 meses en 3T18, manteniéndose por debajo del máximo alcanzado a finales de 2017, aunque en niveles históricamente elevados (Gráfico II.12).

A pesar de lo anterior, el ajuste entre la oferta y la demanda en el mercado de vivienda continúa, toda vez que la caída en los lanzamientos sigue siendo más pronunciada que la de las ventas (Gráfico II.13). Para 2019, estimamos que dicho ajuste se completará y las ventas revertirán su caída, en línea con la recuperación sostenida de la disposición a comprar vivienda, la cual se mantuvo en terreno positivo a lo largo del año, con excepción del mes de mayo, donde registró un balance de -0.7 puntos, que de todas formas contrasta positivamente con lo observado en la primera mitad de 2017 (Gráfico II.14). **Esperamos que la reactivación de las ventas contribuya a impulsar un cambio en la dinámica de los indicadores de oferta y a mejorar el desempeño del subsector.**

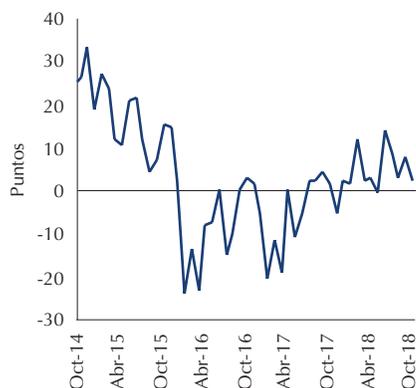
Adicionalmente, la extensión de varios programas gubernamentales dará impulso a la dinámica del sector el próximo año. Por un lado, el programa “Mi Casa Ya”, en el cual se invertirán más de 400 mil millones de pesos entre subsidios a la cuota inicial y subsidios a la tasa de interés, contará con 32 mil cupos en 2019, superando los 25 mil que tuvo en 2018. Además, aunque no entregará cupos nuevos, el Ministerio de Vivienda ejecutará la segunda fase del programa de vivienda gratuita, en la cual está programada la construcción y

Gráfico II.13
 LANZAMIENTOS Y VENTAS DE VIVIENDA
 (Acumulado 12 meses)



Fuente: Camacol. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico II.14
 DISPOSICIÓN A COMPRAR VIVIENDA



Fuente: Fedesarrollo.

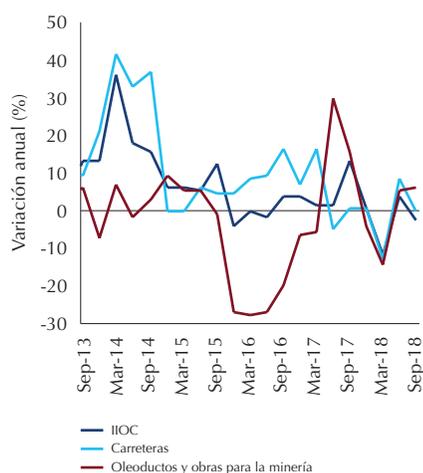
entrega de 30 mil viviendas, de las cuales aún faltan 22 mil. Estos programas estarán acompañados por las iniciativas de “Semillero de Propietarios” y “Casa Digna Vida Digna”, que tienen como objetivo principal mejorar las condiciones de habitabilidad de la población más vulnerable. No obstante, de acuerdo con la información conocida al cierre de este informe, el programa de subsidios a la tasa de interés para la adquisición de vivienda no-VIS no continuaría en 2019, situación que de acuerdo con Camacol golpearía fuertemente la demanda de vivienda en el segmento medio.

Por su parte, el segmento no residencial también ha moderado el mal desempeño que exhibió a lo largo de los últimos dos años, como consecuencia de la desaceleración económica. Las licencias de construcción han caído 5.5% en los primeros nueve meses del año, lo que contrasta con las contracciones de 22.6% y 12.6% registradas en el mismo periodo de 2016 y 2017, respectivamente. Dicha moderación se explica principalmente por la notable recuperación del área licenciada para la construcción de oficinas, la cual creció 75% en lo corrido del año hasta septiembre. De acuerdo con información de la compañía JLL, se espera que en Bogotá -ciudad que agrupa el 66% del inventario de oficinas en el país- la construcción en este segmento se acelere durante lo que resta del año y permanezca relativamente alta hasta finales de 2020. De igual forma, la demanda se mantendría en niveles favorables en medio de una mayor confianza inversionista y mejores perspectivas de crecimiento local. No obstante, la recuperación del segmento podría estar contenida por la debilidad que presenta el área licenciada para otros destinos, especialmente bodegas y hoteles.

Por su parte, el componente de obras civiles exhibió una importante desaceleración en lo corrido de 2018, al contraerse 4.6% en lo corrido del año hasta septiembre, luego de crecer 6.4% en 2017. De acuerdo con el Indicador de Inversión en Obras Civiles (IIOC), que presenta una alta correlación con el PIB de este subsector, los desembolsos reales para la construcción de obras de ingeniería se contrajeron 1.7% en 3T18, en contraste con el crecimiento de 8.4% reportado en 3T17. Entre tanto, la construcción de carreteras y vías férreas crecieron 0.2% y 13.7% respectivamente, luego de contraerse durante 5 trimestres consecutivos.

Ahora bien, las obligaciones adquiridas en 3T18 para la ejecución de proyectos de infraestructura en los próximos años, anticipa una recuperación impulsada por la construcción de obras para la minería. En efecto, las obligaciones en el segmento de oleoductos y otras obras, crecieron 6.2% en 3T18, superior al 5.0% reportado

Gráfico II.15
 INDICADOR DE INVERSIÓN EN OBRAS CIVILES (IIOC)



Fuente: DANE.

en 2T18 y a la contracción de 14.6% de 1T18. En contraste, la construcción de carreteras podría moderar su recuperación, pues las obligaciones pasaron de crecer 8.3% en 2T18 a contraerse 0.5% en 3T18 (Gráfico II.15).

En efecto, luego de analizar el avance reciente de los proyectos de infraestructura de 4G, decidimos revisar nuevamente a la baja su aporte al crecimiento del PIB en 2018 y 2019. Lo anterior a pesar de que estos años eran, en un comienzo, cuando se sentiría con más fuerza el impacto de las 4G sobre la economía, dado que se estarían construyendo simultáneamente la mayoría de las obras. La acumulación de problemas administrativos, políticos e institucionales generaron retrasos en el cronograma de ejecución y afectaron la capacidad de financiamiento de un amplio conjunto de proyectos, poniendo en riesgo su viabilidad (actualmente menos del 50% de los proyectos tienen asegurados los recursos para su ejecución). En consecuencia, estimamos que en 2018 las inversiones de las obras de 4G estarán entre 4.2 y 5.0 billones de pesos (0.5%-0.6% del PIB), frente al rango de 6.4-7.4 (0.6%-0.7% del PIB) que estimábamos en 2017 (Cuadro II.1.)

Para 2019, aunque esperamos que se concreten algunos cierres financieros adicionales, también somos menos optimistas frente a la velocidad de ejecución estimada inicialmente, debido a que los problemas mencionados seguirían afectando el desarrollo de las obras. En particular, estimamos que cerca del 30% del total de proyectos que componen el programa 4G tiene dificultades importantes relacionadas con temas administrativos ante la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI) o asuntos medioambientales que no lograrían resolverse fácilmente. En este sentido, es poco factible

Cuadro II.1
 INVERSIONES DE CAPITAL DE LOS PROYECTOS DE 4G
 (Billones de pesos corrientes)

	2016	2017	2018	2019
PIB total	1.4	1.2	1.4	1.2
Primera ola	1.2	2.7	2.1-2.4	2.2-2.4
Segunda ola	0.0	0.2	0.8-0.9	1.3-1.6
Tercera ola	0.0	0.0	0.1	0.2-0.3
APPs*de iniciativa privada	0.1	1.0	1.2-1.5	1.6-1.8
Total	1.2	3.9	4.2-5.0	5.3-6.2
Cambio en la inversión	1.2	2.6	0.3-1.1	1.1-1.2

* Asociaciones Público-Privadas.

Fuente: ANI. Cálculos: Corficolombiana.

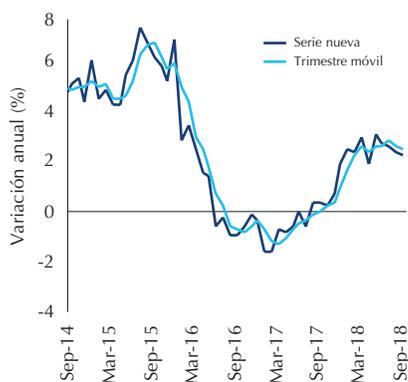
que inicien su etapa de construcción el próximo año. De estos proyectos, la mayoría corresponde al grupo de iniciativas privadas, que en total representa una inversión de 12 billones de pesos.

Ante este contexto, estimamos que las inversiones de capital de los proyectos 4G en 2019 serían de 6.2 billones de pesos (0.8% del PIB), inferiores al monto de 9.5 billones de pesos (1.1% del PIB) que calculábamos inicialmente. De esta forma, estas inversiones aportarán tan sólo 0.1 p.p. al crecimiento del PIB en 2019, una reducción notable frente al aporte de 0.3-0.4 p.p. que anticipábamos hace un tiempo. **Así, el efecto directo de la construcción de los proyectos de infraestructura de 4G sobre el crecimiento del PIB en 2019 ya no sería superior, sino similar al esperado en 2018.**

En conclusión, esperamos un crecimiento de 4.0% de la inversión fija en 2019, impulsada principalmente por las actividades distintas a la construcción, lo que representa un repunte significativo frente al 2.1% que esperamos en 2018.

Gráfico II.16

GASTO REAL DE LOS HOGARES



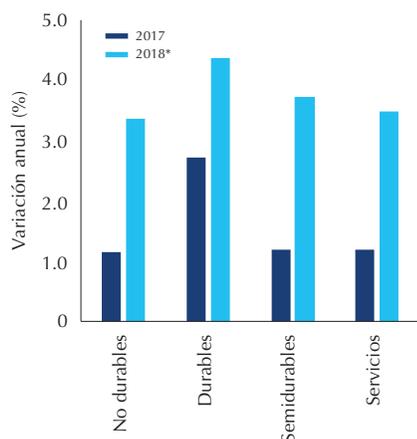
Fuente: RADDAR Consumer Knowledge Group.

Consumo privado: recuperación en riesgo

Según habíamos anticipado, el consumo de los hogares se ha venido recuperando de forma gradual a lo largo del año, favorecido por la permanencia de la inflación en niveles bajos y estables, el impulso de la política monetaria ligeramente expansiva vigente durante 2018, y los mayores niveles de confianza de los consumidores. En efecto, el gasto privado ha liderado el proceso de recuperación económica en 2018, al explicar 1.6 p.p. del crecimiento de 2.5% observado en 1S18 (más de dos terceras partes). La aceleración del consumo en la primera parte del año obedeció principalmente al comportamiento del gasto en servicios (56% del total), el cual registró un crecimiento de 2.0% en 1S18 y explicó cerca del 60% del incremento del consumo total de los hogares. Por su parte, el consumo de bienes durables, que tiene una menor participación, registró un incremento de 1.7% en 1S18, superior al 1.4% observado en todo 2017, lo que refleja que la política monetaria impulsó la reactivación del consumo de este tipo de bienes, que generalmente se adquieren por medio de endeudamiento.

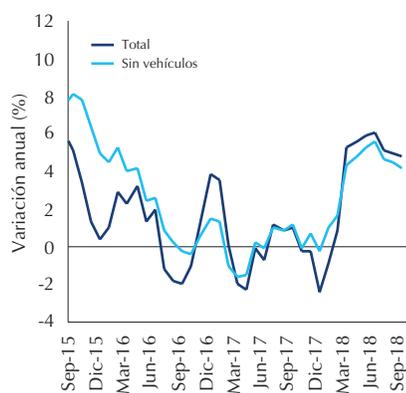
La mayoría de indicadores adelantados sugiere que la recuperación habría continuado en el segundo semestre del año, por lo cual **estimamos un crecimiento del consumo privado de 2.7% en 2018, por encima del 1.8% registrado en 2017.** Por un lado, el gasto real de los hogares que calcula la firma Raddar consolidó el repunte iniciado a finales de 2017, y estabilizó su crecimiento alrededor de 2.5% en

Gráfico II.17
GASTO REAL DE LOS HOGARES POR TIPO DE BIEN



* Acumulado 12 meses hasta agosto.
 Fuente: RADDAR Consumer Knowledge Group.

Gráfico II.18
VENTAS AL POR MENOR
(Trimestre móvil)



Fuente: DANE.

los primeros 9 meses del año, cifra que contrasta favorablemente con la caída de 0.6% del mismo período del año anterior (Gráfico II.16).

Un ejercicio más detallado a partir de la información de Raddar, indica que el consumo de bienes semidurables y servicios, seguiría liderando la recuperación del consumo total. Asimismo, se observa un mayor espacio de recuperación en el consumo de bienes durables, toda vez que, a pesar de ser el grupo que exhibe un mayor crecimiento, es el que menor incremento presenta frente al año anterior (Gráfico II.17).

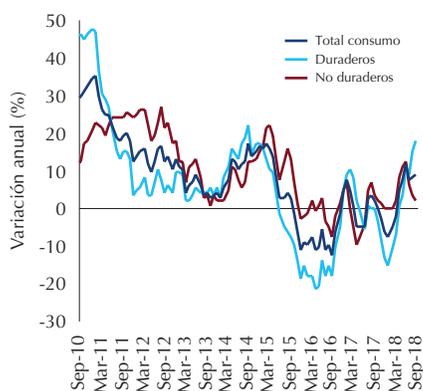
Esta dinámica se reflejó en el comportamiento de la mayoría de los demás indicadores líderes. En primer lugar, las ventas del comercio al por menor repuntaron de forma notable a lo largo del año y alcanzaron crecimientos similares a los observados a finales de 2015, después de registrar contracciones durante gran parte de 2017. En 3T18, las ventas minoristas crecieron 4.9%, desacelerándose ligeramente frente al 6.1% registrado en 2T18 (el más alto en más de tres años), pero permaneciendo muy por encima de la caída promedio de 1.0% en 2017 (Gráfico II.18).

De forma similar, las importaciones de bienes de consumo en pesos constantes se recuperaron desde 2T18, como resultado del mayor crecimiento de las importaciones tanto de bienes durables como no durables (Gráfico II.19). En particular, cabe destacar el repunte en las compras externas de bienes durables desde junio, las cuales crecieron de forma consecutiva a tasas de dos dígitos, superando ampliamente lo observado en los mismos meses de 2017. Lo anterior parece estar reflejando de forma más pronunciada los efectos de una mayor confianza y una política monetaria moderadamente expansiva sobre las decisiones de consumo de los hogares. Si bien esperamos que esta dinámica se mantenga en los próximos trimestres, creemos que podría moderarse en 2019 en la medida en que la tasa de cambio se mantendría en niveles superiores a los observados en 2018 (Ver Capítulo de Mercado Cambiario).

Entre tanto, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) de Fedesarrollo se mantuvo en una marcada senda de recuperación durante la primera parte del año en curso. No obstante, recientemente se deterioró y en septiembre volvió a terreno negativo luego de registrar balances positivos por cinco meses consecutivos (Gráfico II.20), lo que podría sugerir una moderación en el dinamismo del consumo privado en 4T18.

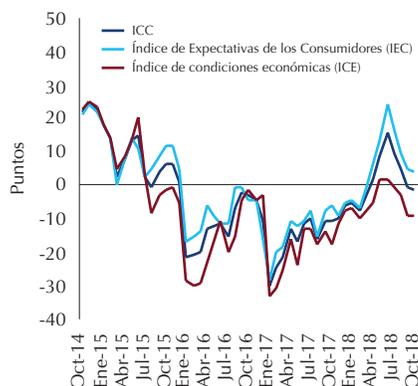
Creemos que este deterioro de la confianza está relacionado con la declaración y pago del impuesto de renta de personas naturales

Gráfico II.19
IMPORTACIÓN DE BIENES DE
CONSUMO EN PESOS CONSTANTES
(Trimestres móviles)



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico II.20
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL
CONSUMIDOR (ICC)



Fuente: Fedesarrollo.

-que este año comenzó en agosto y se extendió hasta octubre-pues significó un aumento del monto a pagar para un buen número de consumidores y redujo su ingreso disponible. Lo anterior teniendo en cuenta que la reforma tributaria de 2016 (Ley 1819) modificó los requisitos para declarar, de manera que se incrementó el número de personas declarantes, así como la tarifa impositiva para quienes ya lo hacían.

Otro factor favorable para la aceleración del consumo en 2019 es el espacio considerable que tienen las tasas de interés de los créditos de consumo para continuar corrigiendo a la baja. En efecto, mientras que la tasa de interés de BanRep disminuyó 350 puntos básicos (pbs) desde finales de 2016 hasta hoy, las tasas de interés de consumo bajaron únicamente 132 pbs. En la medida en que continúe la transmisión de menores tasas, esperamos un impulso adicional al gasto privado, especialmente en bienes durables. Además, la persistente reducción de los niveles de morosidad de los hogares a partir de abril del año en curso (Gráfico II.21), sugiere que las condiciones económicas de los hogares habrían mejorado recientemente, permitiéndoles cumplir de forma oportuna con sus obligaciones financieras. Esto refleja a su vez un menor riesgo crediticio de los hogares, lo que incentivaría la oferta de crédito por parte de los establecimientos financieros.

En este orden de ideas, inicialmente esperábamos que el consumo de los hogares continuara consolidando su recuperación y creciera a una tasa de 3.2% en 2019, por encima del 2.7% que esperamos en 2018. No obstante, los riesgos asociados al aumento de impuestos indirectos para bienes de la canasta familiar -según el proyecto inicial de Ley de Financiamiento- nos llevan a mantener un sesgo negativo sobre nuestro pronóstico. En particular, el IVA a bienes de la canasta familiar tendría un efecto adverso principalmente sobre el consumo de la clase media, cuya participación dentro del total de la población aumentó de forma considerable en los últimos años². En efecto, **nuestras estimaciones sugieren que en caso de aprobarse el proyecto tal y como está formulado, el consumo de los hogares crecería únicamente 2.2%, reduciendo su aporte al crecimiento en 0.7 p.p. frente a nuestro escenario inicial.** Teniendo en cuenta que la demanda de la gran mayoría de alimentos básicos (carne, productos lácteos, frutas y verduras, entre otros) es inelástica frente a

² De acuerdo con cifras del Departamento Nacional de Planeación, la clase media pasó de representar el 23% de la población en 2009 al 31% en 2017.

Gráfico II.21
 INDICADOR DE CALIDAD DE LA
 CARTERA PARA CRÉDITOS DE CONSUMO
 (Cartera vencida/Cartera bruta)



Fuente: Superfinanciera.

cambios en los precios³, creemos que la reducción en el crecimiento del consumo obedecería a un menor gasto en bienes que no son de primera necesidad; por ejemplo los relacionados con recreación y cultura.

Sin embargo, al cierre de este informe la incertidumbre por la suerte del PLF era elevada, y parecía muy probable que el Gobierno cediera en su aspiración de modificar el IVA para aumentar el recaudo. En este sentido, consideramos relevante analizar alternativas que contemplen disminuciones a las tarifas para algunos bienes básicos. En particular, analizamos escenarios con una tarifa de IVA de 10% y 5% para los alimentos, teniendo en cuenta que estos representan el 80% de los productos que perderían la calidad de exentos o excluidos. **Asumiendo que se mantendría la compensación al 30% de la población de menores ingresos, bajo estos escenarios el consumo en 2019 se vería afectado en una menor proporción, y su crecimiento oscilaría entre 2.6% y 3.1%.**

Cabe resaltar que el efecto del IVA a la canasta familiar sobre la inflación, dependiendo del escenario contemplado, implicaría un aumento de entre 40 y 270 puntos básicos (ver Capítulo de Inflación y Política Monetaria), el cual difícilmente sería compensado por un posible aumento excepcional del salario mínimo.

Gasto público: impulso en vilo

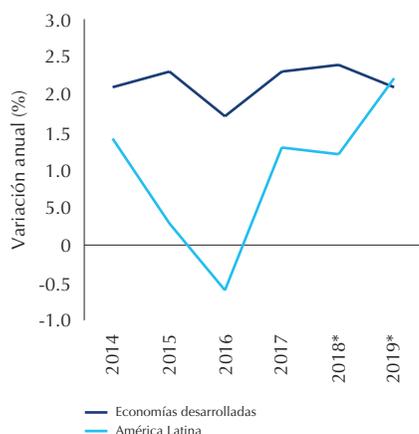
El gasto público ha presentado un comportamiento mucho más dinámico del que habíamos previsto el año pasado. En la primera parte de 2018, este componente registró un crecimiento de 5.8%, muy superior al 4.0% observado en 2017. Dicho repunte -similar al observado en otros períodos pre-electorales como 1S10 y 1S13- estuvo favorecido por la mayor ejecución del presupuesto del Gobierno saliente, además de los gastos de la realización de las elecciones legislativas y las dos vueltas de las elecciones presidenciales en los primeros seis meses del año. Sin embargo, y a pesar del repunte que esperamos en el crecimiento de la actividad económica este año, mantenemos nuestra expectativa de que el gasto público será el único componente de la demanda que se desacelerará frente a 2017, en línea con el ajuste exigido por la Regla Fiscal.

³ Caro JC, Ng SW, Bonilla R, Tovar J, Popkin BM (2017). Sugary drinks taxation, projected consumption and fiscal revenues in Colombia: Evidence from a QUAIDS model.

De forma similar, y debido a las restricciones en el frente fiscal, en un principio estimábamos que el gasto público se desaceleraría en 2019. **No obstante, las cifras del PGN aprobado para 2019, evidencian que el gasto del Gobierno Central y de los establecimientos públicos del orden nacional, excluyendo el servicio de la deuda, crecería 11.5% en términos nominales frente al 2018.** Al respecto, cabe señalar que el monto total del PGN 2019 fue propuesto por el Gobierno anterior y no fue modificado por la actual administración, pero para financiar los programas de Gobierno del Presidente Iván Duque, el Ministerio de Hacienda reestructuró su composición, reduciendo el pago de amortizaciones de deuda a través de un canje que aplazó el pago de vencimientos del próximo año para vigencias posteriores al 2019, y dejó espacio para un aumento de 3 billones en gastos de funcionamiento y 11.3 billones de pesos en inversión. En términos nominales, esto último representa un incremento de 20% en la inversión pública el próximo año, llevándola a 4.4% del PIB (ver Capítulo de Posición Fiscal). Dos terceras partes de esta mayor inversión estarían concentradas en los sectores de administración pública y defensa, transporte, comercio, industria y turismo, los cuales en conjunto representan cerca del 50% del PIB.

Gráfico II.22

PIB DE PAÍSES AVANZADOS Y AMÉRICA LATINA



* Proyección
Fuente: FMI.

De esta forma, y en línea con nuestro escenario base en el cual el faltante del Presupuesto lograría ser financiado en su mayoría a través de la Ley de Financiamiento, **esperamos que el gasto público en el PIB registre un crecimiento de 5.0% en 2019, acelerándose frente al crecimiento de 3.6% que esperamos en 2018. Sin embargo, si el Proyecto de Ley de Financiamiento no logra recaudar el faltante del PGN para 2019, una posibilidad que tomaba fuerza cuando se terminó de escribir este informe, entonces el Gobierno tendría que recortar gastos de funcionamiento e inversión del próximo año, y el impulso de este rubro sobre el crecimiento económico sería menor.**

Exportaciones netas

En el primer semestre del año, las exportaciones netas restaron 0.2 p.p. al crecimiento del PIB, debido a un mejor desempeño de las importaciones frente a las exportaciones. En lo que resta de 2018, creemos que el aporte negativo de las exportaciones netas se mantendría, aunque sería más moderado frente a lo reportado en 2017. En particular, **esperamos que las exportaciones reales hayan pasado de caer 0.7% en 2017 a crecer 2.0% en 2018, mientras que las importaciones reales habrían pasado de crecer 0.3% en 2017 a 1.9% en 2018.**

En 2019 esperamos que las exportaciones registren un crecimiento de 3.1% en términos reales. Las ventas externas se verían favorecidas

por la devaluación de la tasa de cambio y el mejor comportamiento de la demanda de nuestros principales socios comerciales, especialmente los de Latinoamérica. En efecto, mientras el FMI proyecta que el crecimiento de las economías desarrolladas se reduciría de 2.4% en 2018 a 2.1% en 2019, para América Latina y el Caribe anticipa un repunte desde 1.2% hasta 2.2% (Gráfico II.22).

Por su parte, esperamos que las importaciones continúen presentando un desempeño favorable, en línea con nuestra expectativa de un fortalecimiento en la demanda interna. No obstante, las compras externas podrían verse desincentivadas por la devaluación que esperamos del peso colombiano, por lo que moderarían levemente su ritmo de crecimiento frente a 2018. De esta forma, las exportaciones netas pasarían nuevamente a tener un aporte positivo al crecimiento del PIB el próximo año.

VENEZUELA: MI CASA ES TU CASA

Maria Paula Contreras

Juliana Pinzón Tróchez

Julio César Romero

La inestabilidad económica, institucional y política de Venezuela en los últimos años ocasionó la migración extrema de sus ciudadanos hacia Colombia y otros países de la región. De acuerdo con cifras de Migración Colombia con corte a Julio de 2018, cerca de 870 mil venezolanos se encuentran radicados en Colombia (regulares e irregulares), lo que equivale al 38% del total de 2.3 millones de venezolanos que han abandonado el vecino país en los últimos 5 años. **Las dimensiones de este fenómeno migratorio lo ubican dentro de los más graves del mundo, al punto que su magnitud supera con creces la migración de Siria hacia países de Europa, que según datos de la Agencia de la ONU para los Refugiados (ACNUR) ascendió a 829 mil personas en 2017.** Adicionalmente, un estudio publicado recientemente por Fedesarrollo¹ indica que la migración se aceleró de forma importante en lo corrido de 2018 e implicaría que para finales de año el número de venezolanos con intención de permanecer en el país ascienda a 1.2 millones.

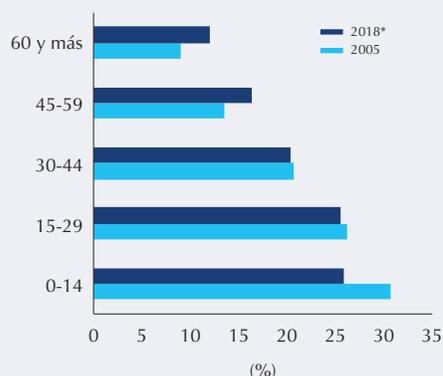
Lo anterior genera presiones inmediatas sobre los sistemas de provisión de servicios, el mercado laboral, y las dinámicas sociales de las áreas receptoras en Colombia, pero también presenta una oportunidad para que a mediano plazo el país se beneficie del bono demográfico.

En efecto, de acuerdo con el último censo del DANE, la proporción de colombianos mayores de 60 años aumentó de 9% en 2005 a 12% en 2018, lo que aumenta la necesidad de una reforma pensional, en la medida en que la población está envejeciendo más rápido de lo estimado hasta hace poco y habrá menos personas cotizando para sostener el creciente número de jubilados (Gráfico II.23). En este sentido, la llegada al país de venezolanos jóvenes en busca de oportunidades laborales puede usarse a favor para mejorar la estructura del sistema pensional colombiano. Así mismo, el impulso emprendedor de los inmigrantes podría tener un impacto favorable sobre la actividad económica general.

En este sentido, la economía colombiana tiene la posibilidad de elevar su potencial productivo si logra insertar a los migrantes en el mercado laboral formal lo más pronto posible. Lo anterior teniendo en cuenta que la profundización de la crisis social en Venezuela y la necesidad de reunificación familiar de los migrantes con quienes siguen allá, implica que el fenómeno migratorio continuará creciendo en el futuro próximo.

En el corto plazo, los siguientes factores tendrían un impacto negativo sobre la economía colombiana: i) los mayores costos requeridos por

Gráfico II.23
DISTRIBUCIÓN DE LA POBLACIÓN COLOMBIANA POR EDAD



* Los datos de 2018 corresponden a estimaciones del censo 2018.
Fuente: Censo 2005 y 2018, DANE.

¹ Reina, M; Mesa, C; Ramírez, T. (2018). Elementos para una política pública frente a la crisis de Venezuela. Fedesarrollo..

las instituciones nacionales y locales para atender el creciente número de venezolanos que elevaría el costo fiscal del país; ii) la mayor demanda por servicios de salud, vivienda, educación, y servicios básicos, ya escasos en las áreas afectadas (principalmente las comunidades en la frontera); y iii) el incremento desmedido en la demanda de trabajo, que continúa impactando negativamente los niveles de empleo, y los salarios. Vale la pena señalar que en los últimos 5 años, la llegada de venezolanos ha sido principalmente a las zonas fronterizas (Norte de Santander, Arauca y la Guajira), Bogotá y la Costa Atlántica, y por ende el impacto del fenómeno migratorio está concentrado geográfica y demográficamente.

Presiones sobre el mercado laboral

A nivel nacional, los indicadores del mercado laboral se deterioraron levemente a lo largo de 2018. Durante la mayor parte del año, la tasa de desempleo estuvo por encima de los niveles de 2017 y 2016 (Gráfico II.24), registrando un promedio de 9.5% en el periodo de 12 meses terminado en septiembre, superior al 9.3% en el mismo período un año atrás. Adicionalmente, y en línea con la desaceleración en el ritmo de generación de empleo (92 mil nuevos empleos entre enero y septiembre de 2018 vs 286 mil en el mismo período de 2017), la tasa de ocupación se ha contraído durante 13 meses consecutivos, sugiriendo una debilidad persistente en la demanda laboral.

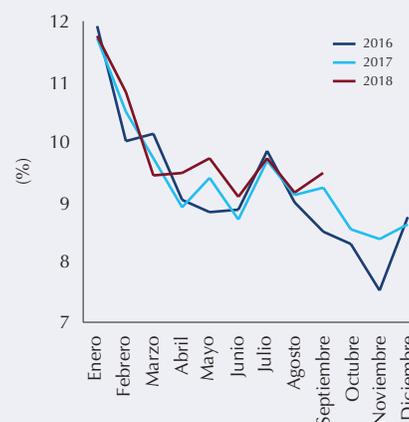
El deterioro en estos indicadores es un efecto rezagado de la desaceleración económica en años anteriores, pero también refleja la llegada masiva de venezolanos al país. En efecto, el muestreo de la Gran Encuesta Integrada de Hogares (GEIH), principal herramienta del DANE para la estimación de los indicadores del mercado laboral, incluye a los individuos que lleven viviendo más de un año en el país, independientemente de su estado de regularidad. De esta forma, la llegada de venezolanos al país aumenta la Población Económicamente Activa, sin que dicho aumento sea absorbido a corto plazo por la economía. Este aumento en la oferta de mano de obra también podría generar presiones a la baja sobre los salarios reales en el corto plazo, deteriorando la calidad del empleo, especialmente por el hecho de que los inmigrantes podrían estar dispuestos a trabajar por una remuneración menor a la recibida por los residentes locales.

Salud y educación

De acuerdo con el Banco Mundial, la mayor demanda de servicios de salud y educación por parte de los migrantes, especialmente en las zonas de frontera, que son las más vulnerables a tener una alta concentración de los mismos, puede representar un costo significativo para la economía colombiana, teniendo en cuenta las limitaciones financieras y las carencias de recursos a los que se enfrentan dichos sistemas en la actualidad.

Así, la demanda de servicios de salud ha aumentado de forma significativa en las zonas receptoras de migrantes, que son aquellas poblaciones en donde el sistema de salud tiene un déficit de recursos, y no logra abarcar todo el espectro de la población local. Por lo anterior, y teniendo en cuenta que la mayoría de migrantes no se encuentran

Gráfico II.24
 TASA DE DESEMPLEO A NIVEL NACIONAL



Fuente: DANE.

asegurados a ningún régimen de salud, el incremento en la demanda del servicio ha generado mayores presiones financieras sobre el sistema elevando significativamente los costos por provisión de atención médica de los migrantes, que la mayoría de veces tiende a ser prioritario dado su frágil estado de salud. Así mismo, las instituciones educativas de áreas de frontera, que de igual forma cuentan con limitaciones en la prestación de servicios, también han registrado un incremento importante en la demanda de servicios de educación, teniendo en cuenta que un alto porcentaje de los migrantes son menores de edad. Al igual que con el sistema de salud la poca flexibilidad del sistema educativo para hacer frente al incremento en la demanda resulta en una constante desincronización entre la necesidad del recurso y su llegada oportuna reduciendo así la eficiencia y calidad del servicio, que ya parte de bajos niveles.

Costo fiscal

Las estimaciones de Fedesarrollo comparan los costos para las finanzas públicas asociados a la atención de los migrantes (incluidos los servicios y beneficios utilizados por los migrantes) con los impuestos y otras contribuciones que estos realizan al estado. Así, el efecto fiscal de atender la población migrante desde Venezuela ascendía a 0.07% del PIB al cierre de 2017, nivel que podría aumentar en 0.1 p.p. del PIB teniendo en cuenta que el flujo migratorio continuó creciendo en 2018. De esta forma, la presión de gasto podría incrementarse hasta 0.42% del PIB, equivalente a \$4.2 billones de pesos a precios de 2018.

Por su parte, el Banco Mundial calcula que el impacto fiscal para Colombia de la migración venezolana estaría entre 0.26% y 0.41% del PIB, lo que constituye un reto a corto plazo para el país. Esta estimación incluye el costo de proveer acceso a servicios de educación, salud y servicios públicos a la población proveniente de Venezuela a un nivel similar al suministrado a la población local. El provecho de los beneficios económicos que ofrece la migración en el mediano plazo dependerá de la forma en que se implementen políticas que hagan frente a dichas oportunidades.

III. Sector Financiero: La esperada primavera

Andrés Duarte Pérez
Laura Daniela Parra Pérez

Nota Aclaratoria: El presente análisis se concentra en los Establecimientos de Crédito (EC), sin incluir a las Instituciones Oficiales Especiales (IOEs). Aunque parte de la operación los EC colombianos está en Centroamérica y tenemos en cuenta la incidencia de dicha operación a lo largo del análisis, a menos que se indique lo contrario, las cifras hacen referencia a las operaciones en Colombia.

Contexto

El cierre de 2018 y el inicio de 2019 llegan en un momento de transición para la economía colombiana y por consiguiente para la banca, que se ha visto notablemente afectada por condiciones particulares de la cartera comercial (Gráfico III.1). Si bien hay consenso en relación a una situación económica más favorable en 2019 frente a 2018, y el nivel de capitalización de la banca local le permitiría expandir la cartera de créditos significativamente.

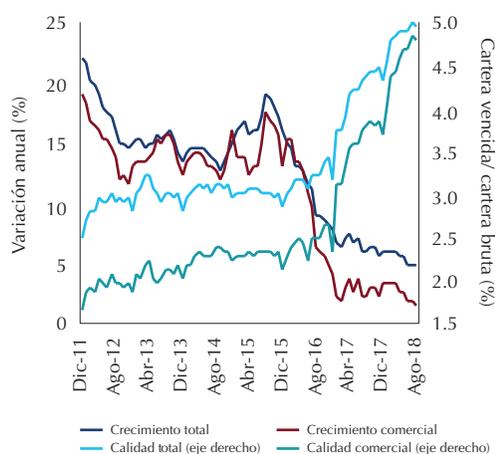
En este sentido, el dilema de los EC respecto a aumentar la cartera a pesar del bajo nivel de calidad de esta última no es nuevo. Sin embargo, y a pesar de que una parte significativa del deterioro en la calidad de la cartera tiene que ver con operaciones puntuales de la cartera comercial (Electricaribe, SITP, Ruta del Sol), creemos la recuperación del crecimiento de la cartera va a requerir que esta deje de deteriorarse, y para 2019, la continuación del reconocimiento de las provisiones relacionadas, puede impedir un mayor crecimiento de la colocación. El crecimiento moderado de esta última, junto con la mejora en las mediciones de solvencia con la aplicación de Basilea III a su cálculo, puede resultar en la pérdida de protagonismo de la banca local en el mercado de capitales.

Tal como el año pasado, la situación de la banca es tal que le va a permitir soportar e inclusive catalizar el crecimiento económico del país. En cuanto a Centroamérica, no esperamos mayores cambios o novedades, más allá de que en 2017, el factor de preocupación de cara al año siguiente era la situación crediticia del gobierno de El Salvador, y este año lo es la situación fiscal de Costa Rica.

Normalmente, el crecimiento de la cartera se asocia de manera positiva con el crecimiento de la economía, mientras que la calidad (relación entre la cartera vencida y la cartera bruta) muestra una

Gráfico III.1

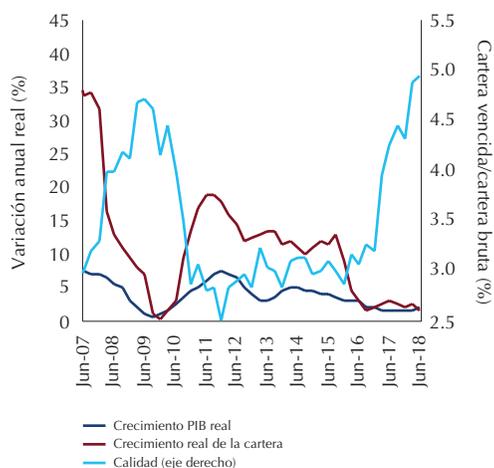
CARTERA TOTAL Y CARTERA COMERCIAL



Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico III.2

PIB, CRECIMIENTO DE LA CARTERA Y CALIDAD



Fuente: Superfinanciera. DANE.
Cálculos: Corficolombiana.

relación inversa y se mueve con cierto rezago frente a la economía. Durante 2018, se acentuó la relación directa entre el crecimiento de la cartera y el PIB, junto con la relación inversa de estos con la calidad de la cartera, solo que esta se deterioró más de lo que estábamos esperando (Gráfico III.2).

Al finalizar 2017 anticipábamos un crecimiento de la cartera bruta de 10.2% a/a nominal para 2018 (en adelante, todos los crecimientos serán anuales a menos que especifiquemos lo contrario), que de acuerdo con nuestro pronóstico actual de inflación (Esperamos una inflación de 3.3% para 2018), equivale a un crecimiento real de 6.7% (ver “Sistema Financiero: Oscuro antes de amanecer” en Informe Anual - Diciembre 6 de 2017). En nuestros editoriales Amanecer Tardío en ([Informe Semanal: Junio 18](#)) de 2018 y Algo es Algo en ([Informe Semanal: Agosto 27 de 2018](#)) corregimos nuestra estimación a la baja (a 5.7% a/a nominal, utilizando la información publicada hasta el mes de mayo), dada la desaceleración más profunda de lo que anticipábamos de la cartera comercial, debido a la postergación de las decisiones de inversión por parte de las empresas colombianas ante la incertidumbre electoral, junto con el menor aporte de las obras de infraestructura 4G y la debilidad del sector construcción en general.

Al analizar el comportamiento de la cartera por modalidad, es evidente que 2018 será un año menos dinámico para la cartera comercial. Esta modalidad se ha visto especialmente afectada por el mal desempeño de la construcción no residencial, además de la desaceleración del componente de moneda extranjera que ha frenado el avance de los créditos del sector corporativo. Vale la pena recordar que la formación bruta de capital se desaceleraría frente a 2017 pese a i) la recuperación de la confianza empresarial e industrial y ii) el hecho de que ha aumentado la producción industrial excluyendo la refinación de petróleo, por lo que el débil comportamiento de la cartera comercial también estaría explicado por dicha desaceleración.

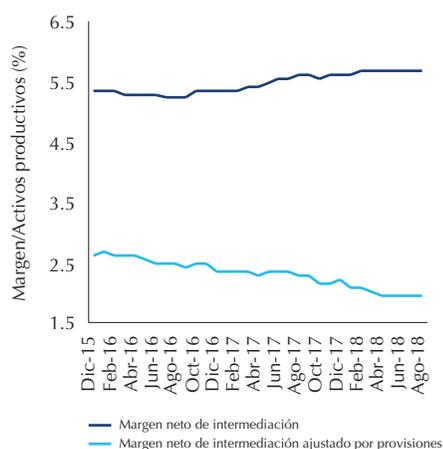
En cuanto a la calidad de la cartera, anticipábamos una recuperación tardía de dicho indicador, teniendo en cuenta la reacción rezagada del cumplimiento de las obligaciones financieras con respecto al crecimiento económico. Cabe recordar que el efecto del deterioro de operaciones puntuales sobre la calidad de la cartera comercial continuó hasta el cierre de 2018 y va a continuar siendo una variable relevante en 2019, toda vez que de Electricaribe, Ruta del Sol I y II y SITP, únicamente Electricaribe habrá sido provisionada por completo.

Por su parte, para la cartera de consumo preveíamos una desaceleración continua hasta abril y a partir de este punto su crecimiento superaría 9% nominal (5.5% real). Lo cierto es que esta cartera no sufrió la desaceleración prevista. Durante 2018, los sectores relacionados con el consumo privado evidenciaron un mejor desempeño, impulsado por un repunte de la confianza de los hogares. Ello reforzó la estrategia por parte de los establecimientos crediticios de aumentar su exposición a esta modalidad de crédito, que aumentó 0.6 p.p. en lo corrido del año hasta agosto, en busca de un mayor margen de intermediación –MNI. Más que las alarmas en relación al elevado nivel de endeudamiento de los hogares colombianos, resaltamos el hecho de que buena parte del crecimiento de esta cartera, se ha dado a costa de su calidad, que se ha deteriorado 1.1 p.p. desde el cierre de 2017.

En cuanto a la cartera de vivienda, al final de 2017 anticipábamos crecimientos superiores al 15% en términos nominales (11.3% real) en 2018, impulsada especialmente por el nivel de las tasas de interés. Sin embargo, en nuestro informe “Amanecer tardío”, revisamos nuestro pronóstico a la baja alrededor de 10% nominal. De acuerdo con la información disponible a agosto, el crecimiento de la cartera en 2018 sería de 11.7% (8.1% real), por lo que se ha reducido el stock de vivienda. En cuanto a la calidad de esta modalidad, se ha registrado un deterioro de 40 pbs anual, en línea con la desaceleración en el crecimiento de la colocación. Por último, la modalidad de microcrédito se ha desacelerado, en línea con el comportamiento de la cartera comercial.

Por otro lado, en cuanto a los resultados financieros de los emisores del sector, anticipábamos un deterioro ocasionado por mayores provisiones y un menor margen neto de intereses, por el bajo crecimiento de la cartera y la incorporación del ciclo bajista de BanRep en las tasas de captación y colocación, expectativa que ha resultado acertada de acuerdo con los resultados trimestrales de los emisores. Más allá de destacar que bajo un contexto de disminución en las tasas de referencia los bancos han logrado mantener e inclusive mejorar su Margen Neto de Intermediación (MNI), nos preocupa que este margen se viene manteniendo en parte a partir de un crecimiento agresivo en la cartera de consumo, junto con el deterioro en la calidad de la cartera, que resulta en una disminución en las utilidades, en línea con el deterioro del MNI (Gráfico III.3). Finalmente, en lo que concierne al fondeo, la relación de cartera a depósitos se situó en 117.2% en julio, de acuerdo con lo que anticipábamos.

Gráfico III.3
MARGEN DE INTERMEDIACIÓN DE LOS BANCOS COLOMBIANOS



Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

Punto de partida

Como referencia de ajuste para nuestras proyecciones de crecimiento de 2019, comparamos la proyección anual para 2018 realizada en abril, con el crecimiento anual que registraba la cartera y los depósitos al cierre de agosto. De acuerdo con lo anterior, estábamos sobreestimando al crecimiento de la cartera en 93 pbs y el de los depósitos en 59 pbs. La sobreestimación de la cartera comercial de 190 pbs (54.3% de la cartera total de los EC) es compensada parcialmente por los crecimientos de la cartera de consumo (29.4% de la cartera total) y la cartera de vivienda (13.5% del total) 64 pbs y 130 pbs por encima de nuestra estimación. Mientras tanto, el único crecimiento que subestimamos en depósitos fue el de CDTs y CDATs (39.2% del total de depósitos) en 14 pbs (Cuadro III.1).

Creemos que el mayor deterioro frente al esperado para la cartera comercial también implica una mayor certeza respecto a estar en el punto bajo del ciclo, tanto para esta modalidad como para la cartera total. Mientras que la colocación de vivienda puede mantener su buen desempeño durante el primer semestre de 2019, vemos una desaceleración para el segundo semestre debido al incremento de tasas de BanRep. Mientras tanto, creemos que el crecimiento de la cartera de consumo va a estar más comprometido, debido a su relativamente alto crecimiento reciente, así como por el impacto de la Ley de

Cuadro III.1

CRECIMIENTO ANUAL REGISTRADO EN AGOSTO DE 2018 Y CRECIMIENTO ANUAL PARA EL AÑO COMPLETO 2018

Medida	Agosto 2018 Crecimiento anual (%)	Agosto 2018 Participación (%)	Esperado 2018* Crecimiento anual (%)	Dif. entre el crec. publicado en agosto y el estimado en abril (%)
Cartera				
Comercial	1.50	54.3	3.40	-1.90
Consumo	8.50	29.4	7.86	0.64
Microcrédito	4.20	2.9	8.36	-4.16
Vivienda	11.70	13.5	10.40	1.30
Total cartera	4.80	100.0	5.73	-0.93
Depósitos				
Cuenta corriente	9.0	14.2	9.3	-0.28
Cuenta de ahorros	7.5	44.7	8.8	-1.27
CDTs y CDATs	3.6	39.2	3.5	0.14
Otros	7.5	1.9	8.3	-0.83
Total depósitos	6.1	100.0	6.7	-0.59

* La estimación del crecimiento de 2018 se realizó en abril.

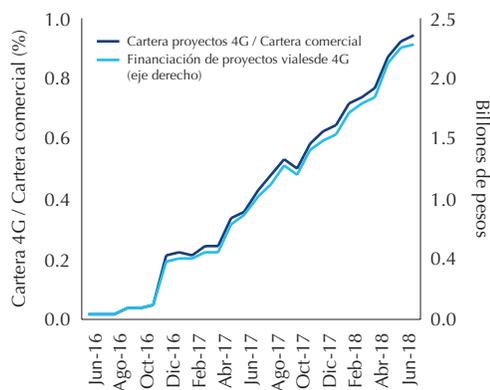
Fuente: Superfinanciera, BanRep, DANE. Cálculos: Corficolombiana.

Financiamiento en 2019. En cuanto a los depósitos, el incremento en las tasas de interés esperado para el segundo semestre de 2019, debería coincidir con un incremento en la proporción de fondeo vía CDTs y CDATs, sin embargo, la disminución en los recursos disponibles resultado de la reforma tributaria, podría limitar este fenómeno.

Con el propósito de establecer un punto de partida para nuestras inferencias respecto al desempeño de la banca colombiana, a continuación explicamos el estado actual de algunas variables que han tenido incidencia sobre el desempeño de la banca colombiana: PIB, Infraestructura, tasas de interés, aporte de Centroamérica, el estado de la industria petrolera colombiana, y la situación de liquidez internacional.

PIB: 2018 será el primer año de aceleración económica desde el desplome de los precios del petróleo en el segundo semestre de 2014. En efecto, anticipamos un crecimiento real del PIB de 2.8% en 2018, 1.0 p.p. por encima del crecimiento del año pasado. En esta línea, esperábamos un mayor ritmo de expansión de la cartera y una recuperación rezagada de su calidad, teniendo en cuenta el impacto positivo tardío de la etapa del ciclo económico sobre el desempleo y la actividad empresarial. **El punto de partida en este frente es la estabilización del crecimiento de la cartera en su punto más bajo, por lo que asumimos que estamos en el punto de inflexión, mientras que la calidad de la cartera no ha parado de deteriorarse al cierre de 2018, aunque se observa un menor ritmo de deterioro.**

Gráfico III.4
CARTERA DE PROYECTOS VIALES 4G



Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

Infraestructura: De acuerdo con la información disponible, el saldo de la cartera destinada a la financiación de proyectos viales 4G ha aumentado su participación desde junio de 2016 cuando se hicieron los primeros desembolsos, hasta alcanzar 0.9% de la cartera comercial. Pese a que la participación dentro de la cartera comercial es baja, el incremento anual de este segmento, que en promedio se ubica en 192.8%, ha aportado 0.5 p.p. en promedio al crecimiento anual de la cartera comercial. Los créditos comerciales para infraestructura 4G, aplican un esquema de desembolso contra unidad funcional construida, por lo que esperamos que se mantenga la tendencia de crecimiento vigente. Sin embargo, la participación de la banca en estos proyectos, especialmente luego de la publicación de la ley 1882 de 2018, ha estado por debajo de nuestras expectativas. Durante 2019 seguirán incidiendo las operaciones Ruta del Sol I y II, con el incremento de la provisión de estas operaciones (Gráfico III.4).

Tasas de referencia y de captación: Durante 2018 BanRep redujo su tasa de política monetaria en dos ocasiones hasta ubicarla en

4.25%, nivel levemente expansivo para la actividad económica. Así las cosas, el banco central culminó el ciclo de reducciones (que en total representa una disminución de 350 pbs) iniciado en diciembre de 2016, cuando la tasa se ubicaba en 7.75%. Al mantener la tasa inalterada en los últimos meses se ha ampliado el espacio para que tanto las tasas de captación como las de colocación incorporen las reducciones y haya impacto sobre la demanda. En cuanto al comportamiento de las tasas de captación, esperábamos un cambio en la composición de los depósitos, por ejemplo una disminución en la participación de CDTs debido a su menor remuneración, lo cual no ocurrió.

Tasas de colocación: Con respecto a las tasas de colocación, vemos que las tasas para los créditos comerciales han incorporado en su totalidad la reducción de Banrep, mientras que en las modalidades de consumo vivienda hay un espacio importante para incorporar el ciclo a la baja de la tasa de referencia. El Cuadro III.2 resume el impacto del ciclo de reducciones sobre las tasas de colocación en términos reales. Así las cosas, las tasas no van a ser el factor determinante para que reaccione la cartera comercial durante el primer semestre de 2019, mientras que este factor puede continuar incentivando al crédito de vivienda hasta que el ciclo bajista sea incorporado en mayor medida por las tasas de colocación.

Centroamérica: La participación de los tres bancos más grandes del país sobre la cartera local total de los bancos se ubica en 53.47% (51.77% sobre los EC). Centroamérica es importante para el negocio consolidado de estos tres bancos, toda vez que la cartera que tienen en esta región representa el 28.12% de su cartera total. Si tomamos como cartera total de Colombia a la suma de las carteras de Centroamérica y Colombia, Centroamérica participa del 17.30%

Cuadro III.2

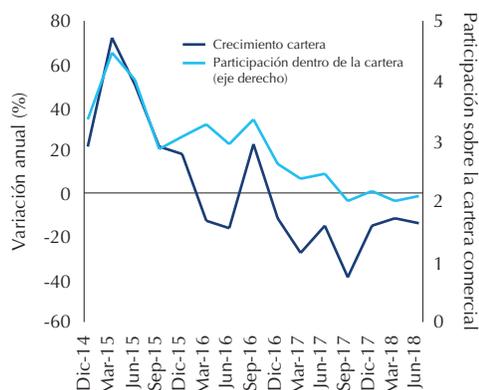
TASAS REALES DE COLOCACIÓN DE CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO

Fecha	Consumo	Ordinario	Preferencial	Tesorería	Comercial*	Adquisición vivienda	BanRep
16-dic-16	13.7	8.6	6.5	6.7	7.7	6.5	2.5
6-oct-17	13.8	7.2	4	4.4	5.5	5.9	0.5
29-dic-17	12.8	5.9	3.5	2.4	4.5	5.4	-0.2
5-oct-18	14	6.8	3.6	4.8	5.4	6.4	0.5
Variación año corrido	122	93	11	239	90	100	76
Variación desde la primera reducción	27	-173	-288	-184	-236	-9	-198
Variación anual	22	-33	-30	41	-11	54	-1

Fuente: BanRep. Cálculos Corficolombiana.

de la cartera de los bancos y del 16.84% de la cartera de los EC. La capitalización de los bancos en Colombia y a nivel consolidado, toma en consideración la operación de Centroamérica, operación que resulta determinante en las métricas de crecimiento y calidad de la cartera consolidadas.

Gráfico III.5
CARTERA COMERCIAL EXPLOTACIÓN DE MINAS Y CANTERAS



Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

Industria petrolera colombiana: Al tomar las operaciones de los cinco mil mayores deudores privados en cartera comercial, que representan cerca del 70% de la cartera comercial total, se evidencia la tendencia decreciente en el crecimiento y la participación de las operación del sector de explotación de minas y canteras, a partir de 2015, estabilizándose en 2018 (Gráfico III.5). Dentro de este sector, el subsector de explotación de petróleo y gas es el más representativo. Este comportamiento coincide con el desempeño de la industria petrolera y la desaceleración en el crecimiento de la cartera comercial. Teniendo en cuenta el incremento esperado en la ejecución de inversión por parte del sector en 2019 (manteniéndose un nivel de precios del petróleo favorable), la industria petrolera deberá ser uno de los factores de recuperación para la cartera comercial y total.

La recuperación de la industria petrolera fue uno de los acontecimientos más positivos de 2018. Partiendo de que no se va a presentar una caída abrupta en los precios durante 2019, creemos que el efecto favorable sobre el sistema financiero se dará indirectamente; no a través de –por ejemplo– un abrupto crecimiento de la cartera comercial destinada al sector, sino más bien a partir una mejora en las condiciones fiscales de Colombia, la estabilidad de la tasa de cambio y el aumento de la confianza hacia el país, aligerando la presión adversa que actualmente tiene la banca –y los demás sectores– originada por las condiciones económicas adversas por las que ha atravesado el país durante los últimos años. Finalmente, de llegar a concretarse una operación de compra de reservas por parte de Ecopetrol, esperamos el uso de las líneas de crédito locales, comenzando con la utilización de las líneas de crédito rotativo.

Liquidez internacional: Al cierre de 2018 el BCE suspendió su programa de compra de activos, lo que sumado a la reducción en la hoja de balance por parte de la Fed limitará significativamente el nivel de liquidez a nivel global. Ello sumado a la continuación del ciclo de incrementos en la tasa de referencia de la Fed –que en lo corrido del año completó tres aumentos–, ubicándola entre 2.0% y 2.25% al cierre de este informe, resultando en un panorama de liquidez más restrictivo para las economías emergentes. Sin embargo, ello no ha representado un obstáculo para los establecimientos financieros locales. En 2019, las inyecciones de liquidez disminuirán a su nivel

más bajo de la última década (US\$400 miles de millones), por lo que se puede acentuar el carácter restrictivo de los flujos hacia las economías emergentes. Lo anterior puede afectar a los mercados de capitales, pero no lo vemos como una limitante para el desempeño de la banca local, especialmente porque esta no va a requerir un incremento de capital durante 2019.

Expectativas 2019 - Variables que van a incidir en el desempeño de 2019

Estimamos un crecimiento nominal de 7.7% para la cartera total y 7.6% para los depósitos en 2019, levemente superiores al crecimiento nominal esperado de la economía colombiana (Cuadro III.3).

Creemos que las variables evaluadas le permitirían a la banca lograr una recuperación en su crecimiento, en particular, al nivel del activo total (tanto la cartera de créditos como las inversiones). Adicionalmente, los problemas que pueden surgir en los mercados de capitales no deberían afectar demasiado a los EC dado que no requerirían de mayor capitalización para expandir sus activos.

Centroamérica en 2019: Nuestras expectativas sobre el desempeño de esta región se basan en el crecimiento esperado de su economía, junto con la tasa de cambio, teniendo en cuenta que la región está –en la práctica– dolarizada. Para 2019, el PIB real ponderado estimado por el FMI para Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá, se ubica en 3.9%, creciendo 0.92 p.p. respecto a 2018. En ambos años, y para la proyección que va hasta 2023, el PIB de la región supera al de Colombia en 0.58 p.p. en promedio. Lo anterior se da a pesar de la contracción que va a presentar Nicaragua hasta 2019, el bajo crecimiento de Panamá relativo a los años previos, y el hecho de que a partir de 2019, el crecimiento de Costa Rica es levemente menor al de Colombia. Anotamos que aunque las economías de la región se relacionan

Cuadro III.3

PROYECCIÓN DE CARTERA Y DEPÓSITOS CORFICOLOMBIANA

(Crecimiento anual nominal)

Fecha	Comercial	Consumo	Vivienda	CDT y CDAT	Cuenta corriente	Cuenta de ahorros	Otros depósitos
2018*	1.6	8.8	11.8	3.55	7.7	7.8	7.6
2019	6.4	8.5	12	8.6	5.2	7.4	6.5

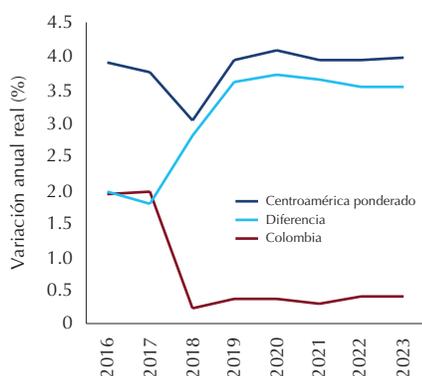
* Estimación ajustada con la información de agosto.

Fuente: Banrep, Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

más con EEUU que con el resto de Latinoamérica, el desempeño reciente del crecimiento en la región se relaciona más con el sector construcción.

En línea con lo anterior y tal como en Colombia, esperamos que el crecimiento de la cartera de Centroamérica se acelere levemente durante 2019, y las condiciones Superintendencia Financiera una mejor calidad de la cartera (Gráfico III.6). Adicionalmente, de presentarse un escenario de mayor devaluación del peso colombiano debido a la mayor aversión al riesgo país, ello resultaría en un mayor crecimiento de la cartera de Centroamérica en pesos. Sin embargo, y a pesar de la dolarización de la economía centroamericana, en el caso de Costa Rica esperamos una desaceleración en el crecimiento de la cartera en dólares, toda vez que el sistema de bandas cambiarias (que sustituyó a las minidevaluaciones) ha permitido una devaluación año corrido superior al 8%, a partir de la incertidumbre respecto a la aprobación de la reforma tributaria. Cabe mencionar que la preocupación respecto a la situación fiscal de Costa Rica va a persistir en 2019.

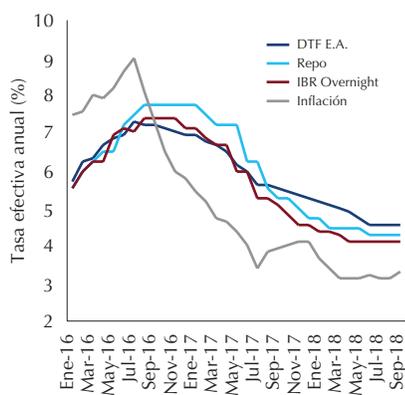
Gráfico III.6
PIB REAL PROYECTADO POR EL FMI



Nota: El crecimiento de Centroamérica está ponderado por el PIB nominal en dólares de cada país en donde tiene presencia la banca colombiana.
Fuente: FMI. Cálculos: Corficolombiana.

Finalmente, el ciclo de tasas de interés de Centroamérica va en línea con el estadounidense debido a la dolarización de la región. Teniendo en cuenta lo anterior, para la segunda mitad de 2019, la mejora en los márgenes de intermediación para los bancos colombianos con presencia en Centroamérica va a ser notable, toda vez que durante ese semestre, esperamos que tanto en Colombia como en EEUU se presenten incrementos en las tasas de interés.

Gráfico III.7
TASAS DE CAPTACIÓN E INFLACIÓN

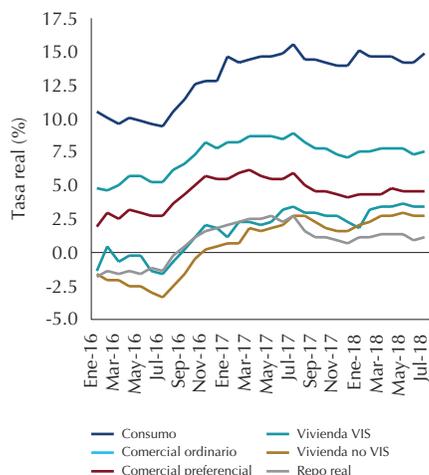


Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana.

Tasas de captación en 2019: En línea con nuestra expectativa de que BanRep ya dejó de bajar sus tasas de interés y va a comenzar a subirlas solo hasta la segunda mitad de 2019, el incremento de cada tasa corresponde al *spread* relativo histórico que vienen presentado estas tasas con las tasas de referencia de BanRep (Gráfico III.7). Creemos que si este es el caso, las tasas con plazo de 90 días o más incrementarán menos de lo que lo van a hacer las tasas de BanRep, y en el caso de las IBR, esperamos que estas inclusive se adelanten a los ajustes en las tasas del BanRep.

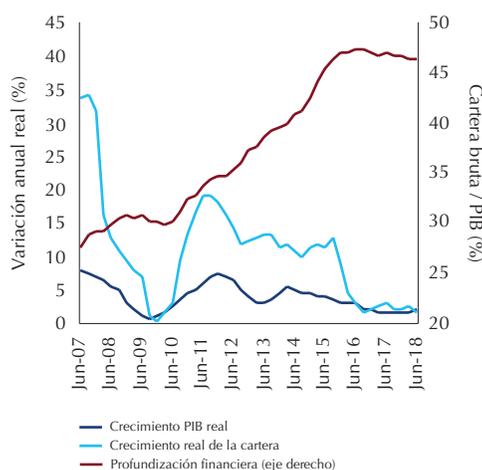
Tasas de colocación en 2019: Incorporando el hecho de que el *spread* o margen neto de intermediación incrementa más que proporcionalmente cuando las tasas están al alza, junto con nuestra expectativa de un incremento de 50 pbs por parte de BanRep, el incremento en las tasas de colocación podría estar cerca de los 100 pbs (Gráfico III.8). En este caso, esperamos también un incremento diferenciado en tasas de acuerdo las diferencias históricas entre

Gráfico III.8
TASAS REALES DE COLOCACIÓN Y REPO



Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico III.9
PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA



Fuente: Superfinanciera, DANE.
Cálculos: Corficolombiana.

los diferentes tipos de crédito, salvo en el caso de las tasas del microcrédito, que se pegan a las tasas de usura.

Banca internacional en 2019: no creemos que la situación de la banca internacional vaya a incidir sobre la local, toda vez que se seguirán tratando los mismos temas de 2018: i) la posibilidad de que el Reino Unido pierda el acceso al sistema de compensación y liquidación de la Unión Europea, junto con otros derechos que hacen atractiva a Londres como centro financiero; ii) las pruebas de *stress* sobre la banca europea (una prueba más de la debilidad bancaria italiana), el tratamiento que el gobierno chino le dé al *Shadow Banking* y en general al sobreendeudamiento, y iii) la posibilidad de que Trump intente modificar más el *Dodd-Frank Act*.

Innovación en 2019: La evolución tecnológica ha alcanzado a todas las industrias, afectando los retornos de capital y las expectativas tanto de crecimiento orgánico como de penetración de mercado en el largo plazo. El sector de servicios financieros no es la excepción y ha integrado múltiples productos y servicios a través de la incorporación de la tecnología a su modelo de negocio, lo que también se conoce como *Fintech*. Creemos que las empresas de *Fintech* van a continuar liderando los cambios en la industria bancaria, incidiendo en la experiencia del cliente. A nivel internacional, debería evidenciarse una tendencia, ya sea ver a los bancos haciendo lo que hacen actualmente las *Fintech*, o verlos buscar una relación más simbiótica.

Inclusión y profundización financiera: Creemos que el sector financiero en Colombia se encuentra encaminado a la evolución tecnológica y su crecimiento se relaciona de manera importante con el desarrollo de *Fintech*. Este desarrollo no va a ser tan determinante para la recuperación de la banca en 2019, pero sí lo será en el más largo plazo, especialmente como facilitador de la muy requerida inclusión y la profundización financiera (Gráfico III.9). En esta línea, la Unidad de Regulación Financiera del Ministerio de Hacienda estableció un marco de referencia en 2018, para impulsar la industria de pagos en el país (Medios de Pago de Bajo Valor), enfatizando los elementos de inclusión a través de las Sociedades Especializadas de Depósitos y Pagos Electrónicos, además de lo que tiene que ver con la eficiencia y seguridad.

Regulación relacionada con el patrimonio técnico: Como lo mencionamos durante el año, la adopción de Basilea III (Decreto 1477 de 2018) va a resultar en un incremento en el nivel de solvencia de los EC, al incorporar los efectos de los intangibles, el tratamiento de las reservas y la ponderación de los activos por el nivel de riesgo.

Gráfico III.10
ACTIVOS PONDERADOS POR EL NIVEL DE RIESGO (APNR) Y PATRIMONIO TÉCNICO



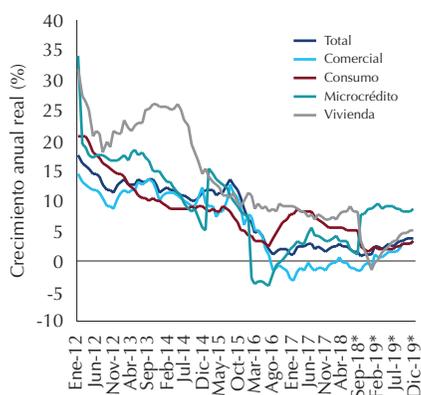
* Ver: Valor en riesgo de mercado.
Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

El impacto positivo para la solvencia de los bancos se acerca a 200 pbs (Gráfico III.3). El plazo previsto para la implementación plena de este decreto supera los cinco años, incluyendo un periodo de transición que llega a la mitad de 2019. Es importante recordar que el cálculo de la solvencia pasó de relacionar al patrimonio básico y a la suma entre el patrimonio básico y el patrimonio adicional, sobre los activos ponderados por el nivel de riesgo, con indicadores mínimos de 4.5% (solvencia básica) y 9% (solvencia total) respectivamente, a un esquema de solvencia básica adicional a la que se le adicionan colchones (colchón de conservación para todos y un colchón sistémico para los establecimientos de importancia sistémica).

Mercado de capitales y operaciones puntuales en 2019: No creemos que durante 2019 se presenten capitalizaciones a través de la emisión de instrumentos híbridos como bonos contingentemente convertibles, debido principalmente al efecto de la aplicación de Basilea III al cálculo de la solvencia, así como el hecho de que para 2019 inclusive, el crecimiento esperado para la cartera de créditos, seguirá siendo relativamente bajo. Para verificar el hecho de que los EC no requieren de capitalización para poder incrementar su activo (portafolio de créditos), tomamos la información de solvencia de los bancos a agosto, y calculamos cuál es el máximo crecimiento que podrían tener en su cartera de créditos, que al cierre de agosto se ubicaba en 429.2 billones de pesos, antes de incumplir cualquiera de los niveles mínimos de solvencia (9% para la solvencia total y 4.5% para la solvencia básica). El espacio de crecimiento máximo bajo el nivel de capitalización vigente es de 88%. Se trata de un caso teórico extremo, pero evidencia el hecho de que a nivel agregado, la banca realmente no necesita de un mayor nivel de capitalización, y este sería el caso - inclusive más.

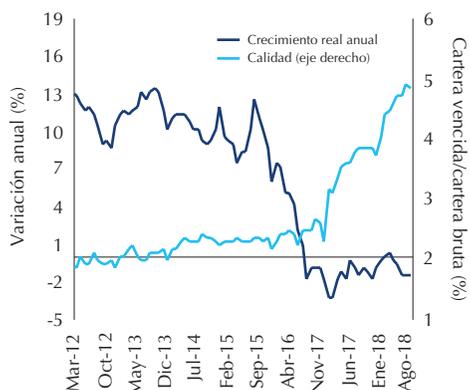
Vinculados en 2019: El otro tema clave a nivel regulatorio debido a la estructura del mercado financiero colombiano, tiene que ver con el tratamiento de los vinculados: quienes presentan una situación de control, subordinación y/o grupo empresarial, junto con quienes tienen una participación significativa en los conglomerados financieros (Decreto 1486 de 2018). El decreto en cuestión define el criterio para determinar la calidad de vinculados, límites de exposición, concentración de riesgos y conflictos de interés de los conglomerados financieros. De este punto, destacamos el requerimiento de políticas sobre los límites de exposición y concentración de riesgos entre entidades del conglomerado financiero y sus vinculados. Aunque no esperamos que este tema afecte al desempeño de los EC en 2019, el efecto futuro de la reglamentación deberá ser positivo pues resultará en un sistema financiero más confiable, seguro y transparente.

Gráfico III.11
EVOLUCIÓN DE LA CARTERA DE CRÉDITOS



* Estimado.
Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico III.12
CARTERA COMERCIAL



Fuente: Superintendencia Financiera.
Cálculos: Corficolombiana.

Incidencia de la Ley de financiamiento sobre el desempeño de 2019¹: De acuerdo con el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, el presupuesto para 2019 tiene un faltante de 14 billones de pesos que sería financiado incrementando los ingresos tributarios, dado el corto espacio para reducir el gasto público. Ello es necesario no solo para cumplir con el presupuesto sino también con la regla fiscal, herramienta que soporta la credibilidad y disciplina fiscal del gobierno ante las calificadoras de riesgo. Entre las propuestas para incrementar el recaudo estaría ampliar la base del IVA para que incluya todos los productos de la canasta familiar, además, se contempla una expansión de la base gravable del impuesto de renta a personas naturales así como una modificación en las tarifas, medidas que reducirían el ingreso disponible de los hogares, por lo que el impulso que el consumo pueda darle a la cartera, así como a las ventas del sector privado se vería reducidos. Por otra parte, una eventual reducción o eliminación de la sobretasa del impuesto de renta para las empresas liberaría recursos importantes que pueden repartirse o reinvertirse, mejorando a su vez la capacidad de pago de las empresas. Cabe mencionar que la tasa se ubica actualmente en 37% y de acuerdo a las propuestas del gobierno se reduciría hasta 33%. Cabe señalar que al cierre de este informe, aun es incierto el resultado de la reforma; muy probablemente mantendrá sin IVA buena parte de la canasta familiar, mientras se endurecen las condiciones de los empleados a nivel de impuestos.

Cartera e inversiones en 2019

Teniendo en cuenta la composición de la cartera total por tipo (54.27% comercial, 29.43% consumo, 13.50% vivienda y 2.80% microcrédito al cierre de agosto), el comportamiento de la cartera total debería coincidir en dirección con el de la cartera comercial (Gráfico III.11). Teniendo en cuenta que durante el último año, la disminución de 1.8 p.p. en la participación de la cartera comercial ha sido compensada con incrementos de 1.0 p.p. en la cartera de consumo y 0.8 p.p. en la cartera de vivienda. El efecto sobre la cartera total de la Ley de Financiamiento que fue radicada al cierre de octubre, no es tan evidente para 2019, toda vez que puede afectar negativamente a la cartera de consumo por el incremento en el IVA, el menor ingreso disponible y la inflación, y positivamente a la cartera comercial, a partir del incentivo positivo a la inversión de capital (descuento del IVA relacionado con las inversiones de capital) (Gráfico III.12).

¹ Nuestros comentarios respecto a la Ley de Financiamiento se basan en la información conocida al cierre de octubre de 2018.

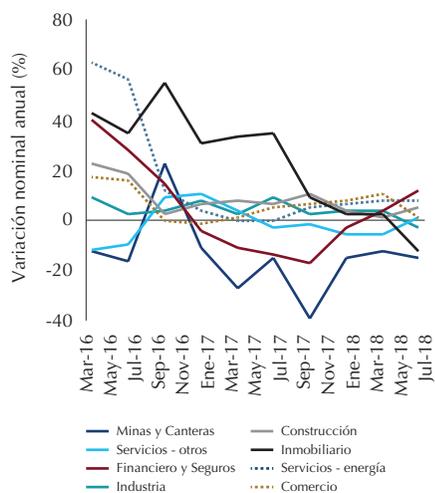
Expectativas sobre la cartera comercial: La cartera comercial mantuvo un pobre desempeño en 2018 y en términos reales se contrajo por tercer año consecutivo. Esta modalidad es la más representativa dentro de la cartera bruta total (alrededor de 55%) por lo que su comportamiento resulta determinante para todo el sector. **Esperamos que un crecimiento nominal de 6.4% a/a para la cartera comercial, en línea con el crecimiento esperado del PIB, afectado positivamente por la inversión, así como por el desempeño heterogéneo de los diferentes sectores económicos.** Desde una perspectiva macroeconómica este crecimiento estaría impulsado por una recuperación importante de la formación bruta de capital fijo, que crecería 4.0% real. En cuanto al crecimiento sectorial, el mejor dinamismo de los sectores de minas, industria y construcción deberían contribuir a un mejor ritmo de expansión de esta modalidad.

En cuanto a la calidad de la cartera comercial, esperamos que el ritmo de crecimiento de la cartera vencida mantenga su tendencia a la baja y se de una recuperación del indicador de calidad en cuanto aumente el crecimiento de la cartera bruta, teniendo en cuenta que, en 2018 el indicador de calidad de cartera se deterioró en buena parte debido al bajo crecimiento de esta modalidad. Esperamos que ante ausencia de pagos por las operaciones Electricaribe, Ruta del Sol II y III y el SITP, aumenten las provisiones de dichas operaciones por 1.7 billones de pesos en 2019. Por su parte, el indicador de cobertura se ubicaría en 41.3% y 50.4% para las operaciones de Ruta del Sol II y SITP respectivamente. Estos elementos de grandes deudores contrarrestarían parte del efecto positivo del ciclo económico sobre la calidad de la colocación comercial y creemos que solo luego de la normalización de estas operaciones, puede esperarse una mejora significativa en la calidad de esta cartera.

Cartera comercial por sectores: Al observar el desempeño de las cinco mil mayores operaciones privadas de la cartera comercial (Gráfico III.13), que representan aproximadamente el 70% del total de esta cartera, vemos que esta cartera ha reflejado el crecimiento sectorial dentro del PIB sectorial con un leve desfase (Gráfico III.13). Teniendo en cuenta esta relación, junto con el crecimiento esperado para el PIB de Colombia en 2019 discriminado por sector, esperamos relativa estabilidad en vivienda, industria y servicios públicos, un mayor crecimiento en minería y construcción, y algo de desaceleración en el consumo (ver Capítulo de Perspectiva Macroeconómica).

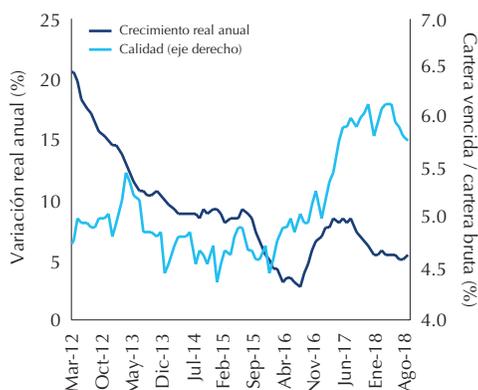
Expectativa sobre la cartera de consumo: Durante 2018 el crecimiento de la cartera de consumo se estabilizó alrededor de 5.3% real,

Gráfico III.13
CARTERA COMERCIAL POR SECTOR
(5,000 mayores operaciones privadas)



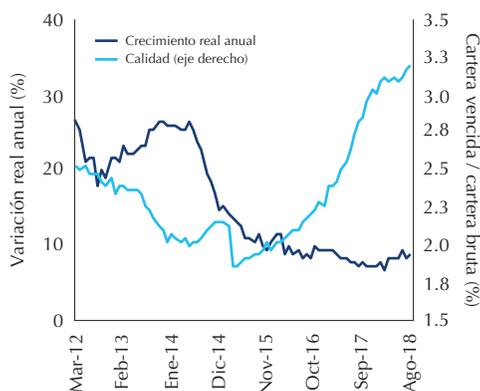
Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico III.14
CARTERA DE CONSUMO



Fuente: Superintendencia Financiera.
Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico III.15
CARTERA HIPOTECARIA



Fuente: Superintendencia Financiera.
Cálculos: Corficolombiana.

desacelerándose frente al año anterior, pero aumentando su ritmo de expansión con respecto a 2016. Esperamos que esta modalidad incremente sus tasas de crecimiento en línea con la recuperación del consumo de los hogares, así como una leve mejoría en el mercado laboral en 2019, aunque la posibilidad de una reducción del ingreso disponible de estos últimos ocasionada por un eventual incremento en los impuestos, es un riesgo importante para la colocación de esta modalidad (Gráfico III.14). **Estimamos un crecimiento nominal de 8.5% para la cartera de consumo, levemente por debajo del crecimiento de 2018.**

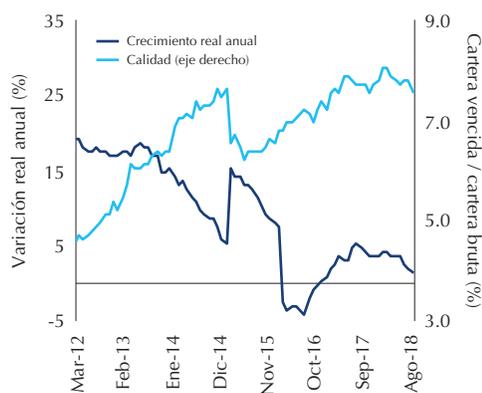
En cuanto a la calidad de la cartera, el deterioro de la modalidad de consumo se ubica en el mismo nivel de cierre de 2017, sin embargo, el ritmo de crecimiento de la cartera vencida ha venido corrigiendo hacia su valor previo al desplome de los precios del petróleo. El próximo año la calidad de la cartera podría verse comprometida, teniendo en cuenta que algunos establecimientos han aumentado significativamente su exposición a esta modalidad. Cabe mencionar que esta última es la segunda más representativa dentro de la cartera bruta total, con una participación de alrededor de 29%.

Expectativa sobre la cartera de vivienda: La cartera de vivienda ha tenido el mejor desempeño en términos de crecimiento y calidad al compararla con las demás modalidades (Gráfico III.15), aunque su contribución al crecimiento de la cartera bruta total es moderada pues representa apenas cerca del 13% de esta última. En efecto, el crecimiento real de la colocación de créditos para vivienda se ha situado alrededor del 8% en lo corrido del año, superando el incremento de las demás modalidades. En cuanto a la calidad, el indicador se ha estabilizado en 3.1%, cifra consistente con una reducción en el ritmo de deterioro de la cartera.

El buen desempeño de la cartera de vivienda relativo a las demás modalidades se daría por una ampliación en el espacio para que las tasas de interés de colocación incorporen en mayor medida el ciclo de reducciones de la tasa de BanRep, además de la continuación de programas de subsidio a la tasa hipotecaria junto con otros programas encaminados a incrementar la adquisición de vivienda por parte del Ministerio de Vivienda. **Esperamos un crecimiento nominal de 12% en la cartera hipotecaria en 2019, levemente superior a la de 2018, ayudada por la estabilización de las tasas de interés durante el primer semestre del año en nivel relativamente bajo.**

Expectativa sobre la cartera de microcrédito: La cartera de microcrédito (2.8% de la cartera bruta) se desaceleró en 2018 y en lo

Gráfico III.16
CARTERA DE MICROCRÉDITO

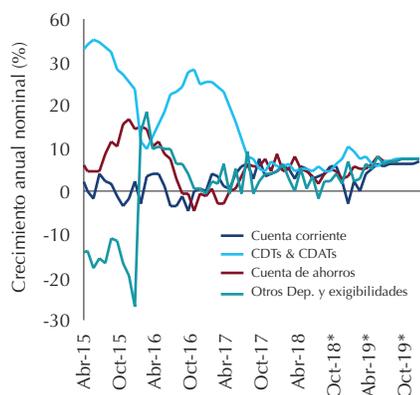


Fuente: Superintendencia Financiera.
Cálculos: Corficolombiana.

corrido del año registró un crecimiento promedio de 6.2% nominal (2.9% real). Vale la pena recordar que los créditos de esta modalidad son otorgados al sector comercial y representan las colocaciones con mayor riesgo asociado. De acuerdo con el último reporte de microcrédito en Colombia del Banco de la República, la capacidad de pago de los deudores seguida por el sobreendeudamiento de los clientes, son los principales factores que impiden un mayor ritmo de expansión de la colocación. Esperamos que en 2019 un mejor desempeño de la actividad económica local impulse el crecimiento de esta modalidad.

Por su parte, el indicador de calidad de esta modalidad sufrió un leve deterioro al iniciar el año y poco a poco se ha recuperado. Esperamos que el próximo año el incremento en la tasa de interés de esta modalidad (muy cercana a la tasa de usura) sea más que proporcional que el de la tasa de interés de referencia y, en este sentido, limite el ritmo de crecimiento de dicha colocación. La duración promedio de 1.7 años de esta cartera, junto con la facilidad con la que se castiga, hacen difícil predecir su desempeño en términos de calidad y crecimiento (Gráfico III.16).

Gráfico III.17
DEPÓSITOS SISTEMA BANCARIO

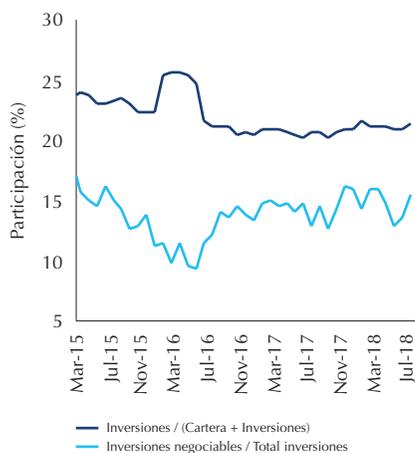


* Estimado.
Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

Expectativas sobre los depósitos: Históricamente (estadísticamente), el crecimiento de los depósitos se asocia con la inflación y al crecimiento de la cartera total, mientras que su composición es influenciada en parte por el comportamiento de las tasas de interés (Gráfico III.17). Así las cosas, contando con una leve recuperación en el crecimiento de la cartera de créditos total, en espera de que durante el segundo semestre de 2019 se presenten incrementos en la tasa de interés, y con el ingreso disponible golpeado por la Ley de Financiamiento (debido al eventual incremento en la inflación y al endurecimiento del esquema impositivo para los empleados), esperamos un mayor crecimiento de los depósitos vía CDTs y CDATs relativo a los demás, seguido por las cuentas de ahorro, con los demás tipos de depósitos desacelerando levemente su crecimiento respecto a 2018.

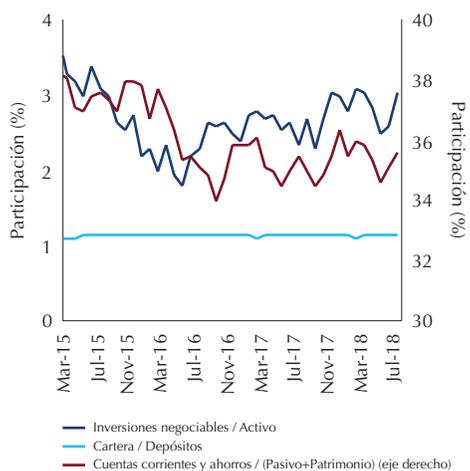
Expectativas sobre el portafolio de inversión: En relación al portafolio de inversión de los EC, el difícil panorama internacional y su incidencia sobre las tasas de interés de la renta fija a nivel global, puede hacer que la proporción de inversiones negociables sobre el total de las inversiones disminuya levemente, máximo en 2 p.p. para protegerse del efecto de la valoración a mercado de estos títulos, sin llegar a los niveles del comienzo de 2016, limitado a su vez por el hecho de que estamos esperando un mayor crecimiento a nivel de los depósitos. Mientras tanto, la participación de las inversiones sobre el total de cartera más inversiones, puede disminuir levemente en caso

Gráfico III.18
PORTAFOLIO DE INVERSIÓN DE LOS EC



Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico III.19
EVOLUCIÓN DE ALGUNAS VARIABLES RELACIONADAS CON LA LIQUIDEZ DE LOS EC



Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

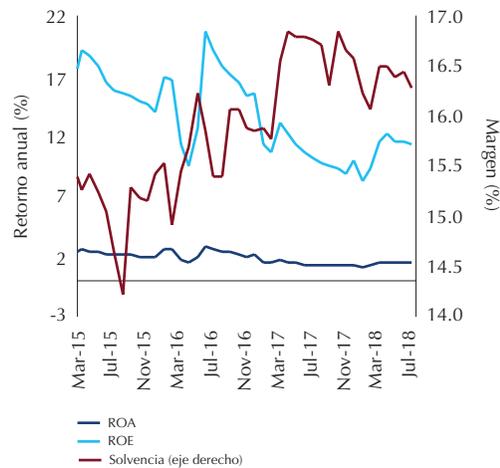
de que la recuperación del crecimiento de la cartera de créditos sea el esperado, sin que las entidades realicen operaciones de capitalización significativas durante el año (Gráfico III.18).

Expectativas sobre la liquidez: La evolución de la participación de los activos y pasivos líquidos, medidos a través de la participación de las inversiones negociables sobre el activo, y las cuentas corrientes y de ahorro sobre el total de pasivo y el patrimonio (para hacer comparables estos indicadores), va en la misma dirección, y esperamos que este siga siendo el caso, con una leve disminución –de las participaciones– en el activo líquido como protección a las desvalorizaciones del portafolio de inversión, mientras el mayor crecimiento de la participación de CDTs y CDATs sobre los depósitos, también resulta en una disminución de la proporción entre las cuentas corrientes y de ahorro sobre los depósitos. En cuanto a la relación entre la cartera y los depósitos, este indicador aumentaría levemente en la medida en que se recupere el crecimiento de la cartera comercial, mientras que los depósitos y la cartera de consumo se verían afectados negativamente por la Ley de Financiamiento (Gráfico III.19).

Expectativas sobre la rentabilidad: Como vimos anteriormente, nos preocupa la evolución del RoE en relación al buen desempeño del MNI, por su relación inversa a partir de 2017, lo que se puede explicar por la defensa del MNI a partir de una mayor exposición a una cartera con menor calidad crediticia como la de consumo, sin que esa sea la única explicación del deterioro en la rentabilidad (Gráfico III.20). Por otro lado, mientras se disminuyó la rentabilidad de los EC, estos lograron mantener su solvencia en niveles adecuados, con lo que los EC han mantenido su capacidad de aumentar su activo (cartera de créditos) cuando la economía del país así lo permita o lo requiera. Para 2019, en la medida en que las provisiones de la cartera de crédito comercial dejan de impactar los resultados, toda vez que la cartera total crezca, y mejore el MNI durante el segundo semestre, debería mejorar el RoE. Mientras tanto, la solvencia no debería mejorar demasiado dado que no esperamos mayores capitalizaciones, sin embargo, la nueva metodología de cálculo de solvencia explicada anteriormente, va a resultar en una mejora.

En conclusión, creemos que 2019 va a ser un año de recuperación para los EC, al ritmo de la recuperación del crecimiento de la cartera, y tal como el año pasado, los EC cuentan con la solvencia suficiente para crecer sus carteras con la aplicación de Basilea III en Colombia, la situación de solvencia de los EC puede mejorar, minimizando la probabilidad de que los EC recurran al mercado

Gráfico III.20
RENTABILIDAD Y SOLVENCIA DE LOS EC



Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

de capitales a su ritmo habitual, toda vez que al cierre de 2018, los bancos están en capacidad de incrementar su cartera más de 80% con su actual nivel de capitalización.

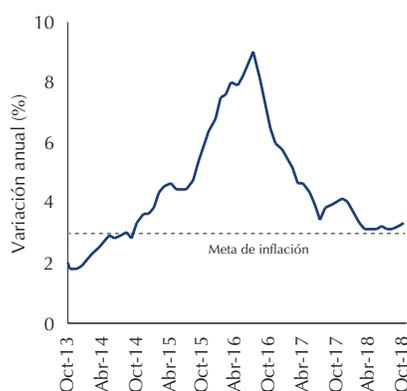
Por otro lado, el impacto de la Ley de Financiamiento sobre el consumo va a ser determinante, toda vez que amenaza el crecimiento de esta modalidad, e inclusive el crecimiento de los depósitos y la posibilidad de que los EC puedan continuar mejorando su fondeo, mientras que su efecto positivo sobre la cartera comercial puede ser más lento, y en todo caso, el comportamiento sectorial de la cartera comercial va a crecer de manera heterogénea.

IV. Inflación y Política Monetaria: El precio del ajuste

Maria Paula Contreras
Julio César Romero

Según lo habíamos anticipado, la inflación anual descendió con fuerza en 1T18 tras el desvanecimiento del choque generado por la reforma tributaria y la Ley de licores aprobadas a finales de 2016, y continuó su convergencia hacia el rango meta del Banco de la República (BanRep) al pasar de 4.09% a/a¹ al cierre de 2017 a 3.14% en marzo, su nivel más bajo desde septiembre de 2014. **A partir de 2T18, la inflación se estabilizó alrededor de 3.2%, permaneciendo muy cerca del objetivo puntual de 3.0% (Gráfico IV.1).**

Gráfico IV.1
INFLACIÓN TOTAL



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

Lo anterior permitió que BanRep mantuviera la tasa de interés de referencia en niveles levemente expansivos durante la mayor parte del año, situación que creemos continuará en la primera mitad de 2019, en un contexto en el que la economía continúa por debajo de su nivel potencial (ver Capítulo de Perspectiva Macroeconómica). Sin embargo, **al cierre de este informe los riesgos inflacionarios para el próximo año venían en aumento -como resultado de eventuales ajustes tributarios internos, los efectos de una mayor devaluación del peso colombiano, y el posible impacto del fenómeno del Niño sobre los precios de los alimentos y la energía- y ahora vemos una mayor posibilidad de que BanRep anticipe el primer aumento de tasas al primer semestre de 2019.**

2018: relativa estabilidad en inflación y política monetaria

Luego de permanecer por fuera del rango meta entre 2015 y 2017, este año la inflación volvió al rango objetivo de BanRep, de 2% a 4%, y además registró una estabilidad importante. Este comportamiento favorable fue reflejo de una moderación en el crecimiento de los precios de los bienes y servicios tanto transables como no transables. Por un lado, la inflación anual de los transables registró una tendencia de desaceleración favorecida por la relativa estabilidad en la tasa de cambio, y se ubicó en 1.51% en octubre, 2.3 puntos porcentuales (p.p.) por debajo del 3.78% en diciembre de 2017. De forma similar, el componente de los no transables presentó una corrección notable desde el máximo de 5.5% alcanzado en diciembre del año anterior, como consecuencia de una menor indexación de precios. En efecto,

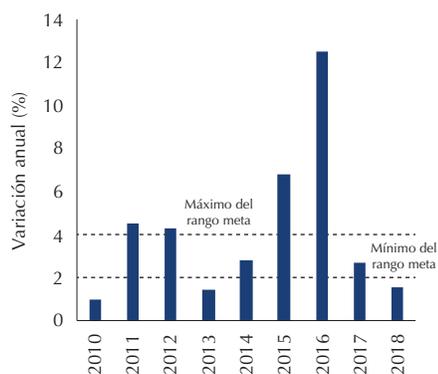
¹ En adelante haremos referencia a variaciones anuales (a/a), a menos de que se mencione lo contrario.

Gráfico IV.2
IPC DE NO TRANSABLES



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico IV.3
INFLACIÓN PROMEDIO DE ALIMENTOS



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

la inflación anual del subcomponente de arrendamiento, que es el de mayor ponderación en el IPC (18.6% del total) pasó de 4.28% en diciembre de 2017 a 3.51% en octubre, su menor nivel en tres años (Gráfico IV.2). Con este resultado, la variación anual de los arrendamientos se ubica por debajo de la inflación causada de 4.1% en 2017, reflejando a su vez que la demanda interna continúa débil.

En esta línea, las inflaciones básicas también registraron una pronunciada tendencia descendente. En efecto, el promedio de las cinco principales medidas de inflación núcleo que monitoreamos se redujo desde 4.71% en diciembre de 2017 a 3.71% en marzo y 3.33% en octubre, regresando al rango meta de BanRep por primera vez desde junio de 2015 (Cuadro IV.1). **Esta senda de ajuste evidencia que las presiones inflacionarias por el lado de la demanda se mantienen bajas y controladas, en línea con un crecimiento económico inferior al potencial.**

El grupo de alimentos, por su parte, también contribuyó de forma importante a la desaceleración de la inflación en la primera mitad del año, impulsado por un fuerte descenso en la inflación de las comidas fuera del hogar y una mayor caída en los precios de los alimentos procesados. No obstante, recientemente este rubro ha vuelto a generar leves presiones al alza sobre la inflación total debido a la baja base estadística que se mantuvo en la mayoría de los meses de 2017 (variaciones mensuales negativas entre junio y octubre). De esta forma, la inflación anual de alimentos se ubicó en 2.24% en octubre, aumentando 0.3 p.p. frente al 1.9% registrado al cierre de 2017. A pesar de lo anterior, cabe destacar que durante 2018 la inflación de alimentos se mantuvo en los niveles más bajos de los últimos 5 años (Gráfico IV.3).

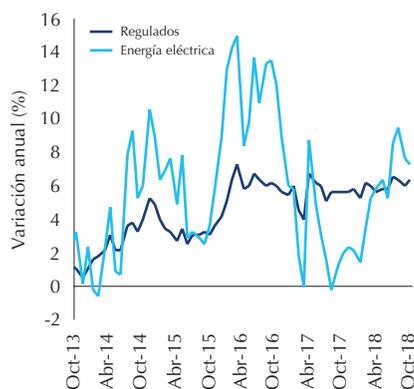
Cuadro IV.1
MEDIDAS DE INFLACIÓN NÚCLEO ANUAL

	Dic-17 (%)	Oct-18 (%)
Sin alimentos	5.01	3.78
Sin alimentos ni regulados	4.76	3.02
Sin alimentos ni energía	4.91	3.39
Núcleo 20 *	4.87	3.58
Sin alimentos primarios, combustibles ni servicios públicos	4.02	2.89
Promedio medidas de inflación núcleo	4.71	3.33

* Se excluyen del IPC los gastos básicos que registraron la mayor volatilidad de precios y que representan el 20% de la canasta.

Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico IV.4
IPC DE REGULADOS



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

Finalmente, y en contraste con el desempeño de los componentes de transables y no transables, la inflación del grupo de bienes y servicios regulados registró una tendencia creciente a lo largo de todo el año, generando presiones al alza sobre el nivel general de precios. La variación anual de este grupo presentó un incremento de 0.6 p.p. al pasar de 5.84% en diciembre de 2017 a 6.40% en octubre, manteniéndose significativamente por encima del límite superior del rango meta. Este comportamiento obedece principalmente al incremento observado en la inflación de la energía eléctrica, que es el segundo gasto básico de más peso en el IPC de regulados después de combustibles, la cual pasó de 2.07% en diciembre de 2017 a 7.31% en octubre (Gráfico IV.4). A lo anterior se suman las presiones por el lado de los combustibles y el gas, por cuenta de los altos precios del petróleo registrados durante la mayor parte del año, y la reciente devaluación del peso colombiano.

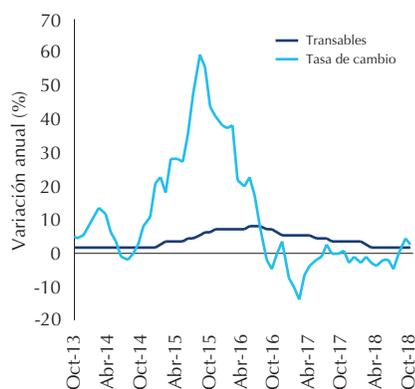
Ante este panorama, la Junta Directiva de BanRep continuó con el proceso de reducción de la tasa de interés de intervención en los primeros meses del año, ubicándola en 4.25% en abril, un nivel ligeramente expansivo que se ha mantenido durante la mayor parte del año en medio de la permanencia de la inflación cerca a la meta de 3% y un nivel de producto que se encuentra por debajo de su potencial.

En lo que resta de 2018 esperamos que la inflación anual se mantenga relativamente estable frente a sus niveles actuales y cierre el año en 3.3%, dentro del rango objetivo por primera vez desde 2014. No obstante, mantenemos un ligero sesgo al alza sobre nuestro pronóstico debido a la mayor probabilidad de ocurrencia del fenómeno del Niño a partir de noviembre y sus efectos sobre los precios de los alimentos, los efectos de la reciente depreciación del peso colombiano, que aún no parecen transmitirse a la inflación de transables, y las presiones al alza sobre los combustibles por cuenta de los elevados precios del petróleo registrados hasta comienzos de octubre. En esta línea, esperamos que BanRep mantenga inalterada la tasa de intervención hasta fin de año.

Expectativa 2019: nuevas presiones

Antes de conocer la primera versión del Proyecto de Ley de Financiamiento (PLF), creíamos que la inflación mostraría una leve tendencia al alza y cerraría 2019 en 3.5%, impulsada principalmente por choques de oferta. Por un lado, la eventual ocurrencia del fenómeno del Niño entre finales de año y comienzos de 2019 -cuya probabilidad al cierre de este informe superaba el

Gráfico IV.5
IPC DE TRANSABLES VS. TASA DE CAMBIO



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

70%- podría generar algunas presiones alcistas sobre los precios de los alimentos y las tarifas de energía eléctrica durante el primer semestre del año. No obstante, métricas internacionales señalan que su intensidad sería mucho más baja frente a lo observado en 2015, por lo que esperamos que las presiones sean moderadas. Además, creemos que los elevados niveles de los embalses (cerca de un 80% de su capacidad) y las importaciones de gas que ha realizado la Regasificadora de Cartagena en los últimos meses, para garantizar el abastecimiento de ser necesaria la generación mediante plantas térmicas, mitigarían los efectos.

Por su parte, creemos que la devaluación del peso colombiano podría generar presiones adicionales sobre los precios de los bienes transables; no obstante, estas podrían verse limitadas por la credibilidad de la autoridad monetaria, como sucedió en el período 2014-2015, cuando la inflación de transables presentó un incremento relativamente moderado frente a la depreciación del peso, que fue cercana al 60% (Gráfico IV.5). Por el contrario, las presiones por el lado de la demanda permanecerían bajas y controladas en la medida en que el producto continuaría creciendo por debajo de su potencial durante gran parte del año (ver Capítulo de Perspectiva Macroeconómica).

No obstante, con base en la información conocida hasta el cierre de este informe, **estimamos que los cambios propuestos en el PLF en materia de IVA, generarían un impacto al alza sobre los precios que llevaría nuevamente a la inflación por encima del límite superior del rango meta de BanRep.**

En efecto, una de las medidas centrales del proyecto, tal y como está planteado, tiene que ver con las modificaciones al IVA. El ajuste propuesto incluye dos componentes que tendrían impactos opuestos: i) reducción de la tarifa general vigente de 19% a 18% en 2019; y ii) ampliación de la base gravable a un porcentaje importante de bienes de la canasta familiar que hoy en día se encuentran exentos o excluidos. En esta línea, y de acuerdo con nuestras estimaciones, cerca de un 80% de la canasta familiar quedaría gravada con una tarifa única de 18%, frente al 60% que está gravada hoy en día con tarifas de 19% y 5% (Cuadro IV.2).

Lo anterior implica una redistribución del peso que tienen dichos bienes y servicios dentro de la canasta básica, reduciendo el peso de los que actualmente están exentos o excluidos del impuesto, y aumentando el de los que quedarían gravados en una mayor proporción. En consecuencia, las presiones al alza generadas por

Cuadro IV.2

DISTRIBUCIÓN DE LA CANASTA FAMILIAR - IVA VIGENTE Y PROPUESTO EN LF

	Tarifa		Número de productos		% productos		Peso en la canasta	
	Actual (%)	Proyecto LF (%)	Actual	Proyecto LF	Actual (%)	Proyecto LF (%)	Actual (%)	Proyecto LF (%)
Exentos o excluidos	0	0	73	38	40	21	65	50
Tarifa especial	5	NA	10	0	6	0	2	0
General	19	18	98	143	54	79	32	50
Total*	6.2*	9.1*	181	181	100	100	100	100

* Para el total, la tarifa corresponde al promedio ponderado de la tarifa en cada caso.

Fuente: Dane. MinHacienda. Cálculos Corficolombiana.

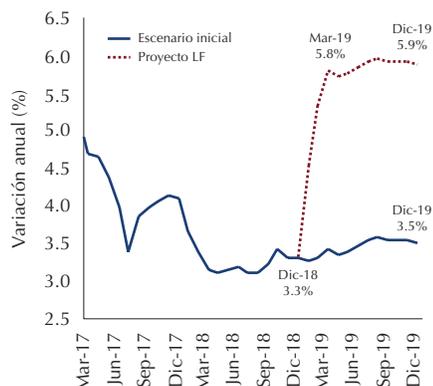
la ampliación de la base gravable tendrían un mayor impacto sobre los precios que la reducción de 1 p.p. en la tarifa general; más aún cuando se tiene en cuenta que la gran mayoría de productos que perderían la calidad de exentos o excluidos, pertenecen al grupo de alimentos, que actualmente pesa un 28% dentro del IPC.

De esta forma, y como resultado de la ampliación de la base gravable a más productos de la canasta familiar, **estimamos que la tarifa promedio del IVA² aumentaría de 6.2% a 9.1%, lo que equivale a un incremento de 290 puntos básicos (pbs), el triple del que generó la reforma tributaria de 2016 al aumentar el IVA de 16% a 19% (dicho incremento elevó la tarifa promedio en 90 pbs, al pasar de 5.3% a 6.2%).** Vale la pena señalar que el rubro de gasto más afectado sería el de alimentos, toda vez que este incluye el 80% de los productos que perderían la calidad de exentos o excluidos. En efecto, de acuerdo con nuestras estimaciones, la tarifa promedio de IVA para este grupo presentaría un incremento superior a 10 p.p., al pasar de 2.6% a 12.9%.

Además de las presiones inflacionarias que puedan generar las modificaciones propuestas en el PLF, consideramos relevante incorporar en el análisis los cambios que puedan surgir de la actualización de la canasta del IPC, la cual se llevará a cabo a partir de enero de 2019. Dicha actualización, que no se realizaba desde hace 10 años, se enmarca dentro de las recomendaciones y estándares internacionales en esta materia y busca incorporar cambios en los patrones de consumo de los hogares. Nuestras

² Corresponde a la tarifa promedio ponderada por la participación de cada componente en la canasta del IPC.

Gráfico IV.6
INFLACIÓN ANUAL CON PLF VS.
ESCENARIO INICIAL



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

estimaciones preliminares basadas en la información de la Encuesta de Presupuesto de los Hogares 2016-2017 (ENPH) -que de acuerdo con el DANE sería el principal insumo para la actualización de la canasta- sugieren que aumentaría el peso del componente de vivienda y “otros”³, mientras que el peso de los grupos de transporte, educación y alimentos registraría disminuciones. Los demás grupos no presentarían cambios significativos (Cuadro IV.3).

En este orden de ideas, estimamos que en caso de aprobarse el PLF tal y como está formulado, e incluyendo el efecto de la actualización en la canasta del IPC, la inflación aumentaría hasta en 270 puntos básicos el próximo año, alcanzando niveles cercanos al 6.0% y ubicándose nuevamente por encima del rango meta de BanRep (Gráfico IV.6). Este efecto sobre los precios sería de una sola vez y se sentiría con más fuerza en el primer trimestre de 2019. En particular, tomando como referencia el episodio posterior a la aprobación de la reforma tributaria de 2016, y asumiendo que, al igual que en ese momento, los comerciantes tendrían un plazo de dos meses para ajustar por completo los precios de los productos, consideramos que el 85% del efecto total de las modificaciones al IVA se trasladaría a los precios en enero y febrero (es decir, cerca del 15% del impuesto lo absorberían los productores-comercializadores).

Sin embargo, debido a la oposición expresada por el Congreso y la opinión pública al hecho de gravar el 80% de la canasta familiar

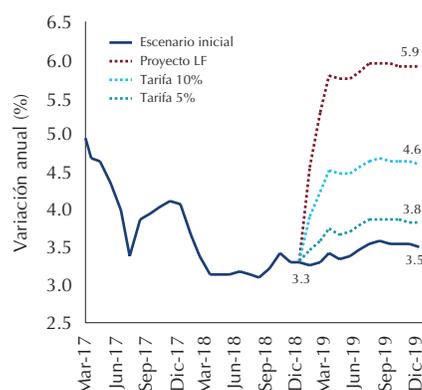
Cuadro IV.3
CAMBIOS ESTIMADOS EN PONDERACIÓN EN EL IPC

	Cambio en ponderación (p.p.)
Otros	7.0
Vivienda	4.2
Diversión	0.4
Comunicaciones	-0.2
Salud	-0.6
Vestuario	-1.0
Alimentos	-1.5
Educación	-2.6
Transporte	-5.1

Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

³ “Otros” en este caso estaría incluyendo la información del nuevo rubro de “Información y comunicaciones” y otros gastos diversos.

Gráfico IV.7
INFLACIÓN ANUAL CON TARIFA
DIFERENCIAL ALIMENTOS



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

con la tarifa general de IVA, consideramos relevante analizar escenarios alternativos que contemplen disminuciones en las tarifas para algunos bienes básicos. En particular, consideramos una tarifa diferencial de IVA de 10% y 5% para los alimentos en vez de la de 18% planteada en el proyecto.

Bajo estos escenarios, seguirían existiendo presiones al alza sobre la inflación, no obstante, estas serían mucho más moderadas frente al escenario en el cual se aprobara el PLF tal y como está. En particular, estimamos que, por cada punto de reducción en la tarifa para alimentos, el aumento en la inflación total sería menor en 18 pbs. Así, si la tarifa de IVA para alimentos fuera fijada en 10% en vez de 18%, el aumento en la inflación total se reduciría en más de la mitad (120 pbs). Por su parte, si la tarifa fijada fuera del 5%, las presiones inflacionarias se reducirían considerablemente llevando la inflación a 3.8% al cierre de año, cifra superior en 30 pbs a nuestro escenario inicial (Gráfico IV.7).

Ante la elevada incertidumbre asociada a las modificaciones que tendrá esta propuesta en el Congreso, y teniendo en cuenta que cuando se terminó de escribir este informe tomaba fuerza la posibilidad de que el Gobierno descartara el aumento de la base gravable a todos los productos de la canasta familiar, consideramos que estos últimos escenarios podrían ser los más cercanos al comportamiento efectivo de la inflación el próximo año. En línea con lo anterior, la posibilidad de crear un impuesto al consumo de bebidas azucaradas como una medida alternativa para compensar el recaudo volvió a tomar fuerza. Si bien al cierre de este informe no conocíamos detalles acerca de cuál sería la tarifa propuesta, creemos que esta medida tendría un efecto muy limitado sobre la inflación. En efecto, hace dos años, estimamos que el incremento de la tarifa del IVA del 16% al 19%, junto con la fijación de un impuesto de 300 pesos por litro al consumo de estas bebidas, implicaría un incremento aproximado de 15% en el precio de las bebidas azucaradas, lo cual sumaría 0.13 p.p. a la inflación. En este caso, teniendo en cuenta que estos productos ya están gravados con una tarifa del 19%, el efecto podría ser mucho menor.

La encrucijada de BanRep

Bajo este panorama, BanRep se enfrentará el próximo año a una clara disyuntiva: presiones al alza sobre la inflación que podrían llevarla nuevamente por fuera del rango meta, en un momento en el cual la actividad económica local seguiría presentando un crecimiento débil y se mantendría por debajo de su potencial.

En medio de este complejo escenario, **mantenemos nuestra expectativa de que la tasa de intervención terminará este año en 4.25% y se mantendrá en este nivel durante el primer semestre de 2019, tras lo cual empezaría un ciclo corto de incrementos que la llevaría a 4.75% al cierre del año, muy cerca de su nivel neutral.** No obstante, teniendo en cuenta los riesgos inflacionarios advertidos previamente, y la preocupación que han expresado recientemente distintos miembros de la Junta por la vulnerabilidad del país frente a riesgos externos -como el endurecimiento en las condiciones financieras y las tensiones comerciales entre EEUU y China (ver Capítulo de Contexto Externo)- vemos una probabilidad no despreciable de que el proceso de normalización monetaria ocurra antes de lo que anticipamos, hacia principios de 2T19.

Vale la pena resaltar que la reacción de las expectativas de inflación de los agentes a mediano plazo, ante las medidas que finalmente se aprueben en la Ley de Financiamiento, será determinante para el balance de riesgos que analiza BanRep, toda vez que, si reaccionan al alza, será mayor la probabilidad de incrementos adicionales a los que anticipamos.

V. Posición Fiscal: Atención al volante

Julio César Romero

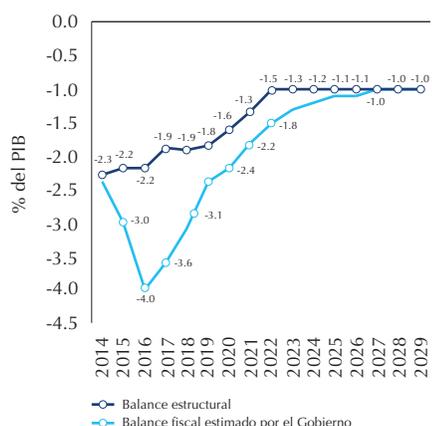
El frente fiscal se consolida como el principal reto que afrontará el país el próximo año, en un contexto de volatilidad en los mercados internacionales. En particular, el Gobierno debe proponer un plan creíble de ajuste de sus cuentas fiscales a partir de 2020, pues creemos que la Regla Fiscal en 2019 será cumplida incluso si la Ley de Financiamiento no logra el recaudo esperado, dada la posibilidad de recortar algunos rubros del Presupuesto General de la Nación aprobado. En efecto, las agencias calificadoras resaltan la necesidad de que el país aumente su crecimiento potencial y presente un plan de consolidación fiscal de mediano plazo, temas que, en nuestra opinión, no se aclaran con el Proyecto de Ley de Financiamiento.

En este sentido, no descartamos que haya revisiones negativas a las perspectivas de calificación soberana de Colombia, especialmente durante el primer semestre de 2019, aunque nuestro escenario base contempla que el país mantendrá el grado de inversión. Por lo anterior, **esperamos que el déficit fiscal de 2019 sea de 2.4% del PIB en 2019, desde 3.1% en 2018, con lo cual se dará cumplimiento a la Regla Fiscal.** No obstante, vemos una posibilidad no despreciable de que en el primer semestre del año el Comité Consultivo de la Regla Fiscal (CCRF) revise los parámetros de crecimiento económico potencial, lo cual se reflejaría en una senda de ajuste más flexible a partir de 2020. En ese escenario podría darse una rebaja de la calificación soberana del país por parte de Moody's o Fitch, al último escalón de grado de inversión (Baa3 y BBB-, respectivamente), alineándose con la calificación que mantiene S&P desde diciembre de 2017.

Los desafíos del nuevo Gobierno

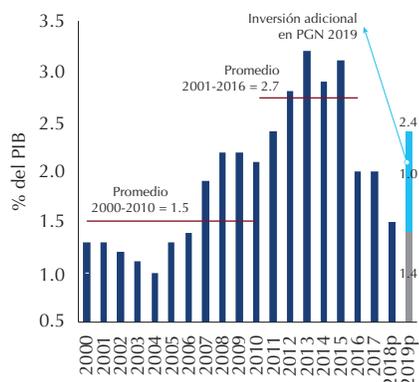
Durante 2018, la situación fiscal de las economías en desarrollo ganó relevancia como factor de vulnerabilidad ante choques externos, dado que el endurecimiento de las condiciones financieras globales que se ha registrado este año generó que los inversionistas sean más selectivos a la hora de decidir en qué mercados emergentes permanecen (ver Capítulo de Contexto Externo y “Recuadro. Desafíos emergentes”). En Colombia, **la actualización en mayo de este año de los parámetros para el cálculo de déficit fiscal exigido por la Regla Fiscal en los próximos años, permitió una senda de ajuste mucho más permisiva que la que se había establecido previamente,**

Gráfico V.1
BALANCE FISCAL DEL GOBIERNO NACIONAL CENTRAL (GNC)



Fuente: Minhacienda. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico V.2
INVERSIÓN DEL GOBIERNO NACIONAL CENTRAL (GNC)



Fuente: Marco Fiscal Mediano Plazo 2018 y PGN 2019.

especialmente de 2019 a 2022, pero debilitó la efectividad y credibilidad de la Regla Fiscal (ver “Regla cuestionada” en Informe Semanal - Mayo 15 de 2018). Esta institución es importante en la medida que ha diferenciado positivamente a Colombia frente a otros emergentes (fue una de las razones para obtener el grado de inversión) y sin duda alguna fue clave para que se diera un ajuste ordenado de las cuentas externas y fiscales luego del choque petrolero de 2014-2016.

El desplome de los precios del crudo significó para el Gobierno Nacional Central (GNC) una caída en los ingresos petroleros de 3.3% del PIB en 2013 a 0.1% en 2016, de manera que en ese periodo el déficit fiscal aumentó de 2.3% del PIB a 4.0%, y se alejó significativamente de la senda estructural establecida en la Regla Fiscal. Para cumplir con esta última, el Gobierno anterior se vio en la obligación de realizar una reforma tributaria en 2016 que elevó el recaudo en 0.7% del PIB en 2017 y 2018, principalmente por medio del incremento de la tarifa del IVA de 16% a 19%, de la tasa del impuesto de renta para personas naturales, y de la creación del impuesto al carbono. Así, en lo corrido de 2018 hasta septiembre el recaudo de la DIAN ascendía a 110.5 billones de pesos, y de mantenerse la tendencia, estimamos que alcanzaría sin problema la meta de recaudo para todo 2018, de 136 billones de pesos; de esta forma, el déficit fiscal del GNC disminuiría por segundo año consecutivo, de 3.6% en 2017 a 3.1% en 2018, dando cumplimiento a la Regla Fiscal (Gráfico V.1).

Sin embargo, la nueva administración advirtió hace varios meses que buena parte del Presupuesto del próximo año está desfinanciado. Ante esta situación, las opciones son aumentar el recaudo y recortar el gasto, por medio de una reforma tributaria (o ley de financiamiento), o realizar una nueva modificación de la Regla Fiscal. No obstante, creemos que la administración actual tiene un espacio muy limitado para esta última opción (la Regla Fiscal está muy debilitada), lo que implica que debe incrementar el recaudo para financiar un gasto altamente inflexible, y de esta forma seguir cumpliendo con la Regla Fiscal, que para 2019 permite que el déficit del Gobierno Central sea de 2.4% del PIB en 2019 (Gráfico V.1).

El Gobierno del Presidente Duque dejó claro que no va a modificar la Regla Fiscal, por lo cual presentó a finales de octubre un Proyecto de Ley de Financiamiento con el cual busca cubrir un faltante de 14 billones de pesos en el Presupuesto General de la Nación (PGN) aprobado para el próximo año. Vale la pena señalar que el Ministerio de Hacienda recompuso este presupuesto frente al que propuso la

administración anterior, de manera que aplazó 14 billones de pesos de pagos de deuda del próximo año, lo que le permitió aumentar los gastos de funcionamiento y de inversión, en 9.3% y 20% frente a 2018, respectivamente. Lo anterior implica que la inversión del Gobierno ascendería en 2019 a su nivel más alto desde 2015 (Gráfico V.2). Este Proyecto incluye, además, varias medidas que incentivan la inversión empresarial, el cual es un aspecto clave para afrontar otro de los retos que tiene el país actualmente: elevar el crecimiento potencial de la economía a mediano plazo.

El Proyecto de Ley de Financiamiento enfrentó una fuerte oposición en el Congreso y la opinión pública, así que muy seguramente tendrá modificaciones que se conocerán después del cierre de este informe. Sin embargo, en nuestra opinión la propuesta del Ministerio de Hacienda tiene varios aspectos positivos: i) lograría el objetivo de ajuste fiscal, especialmente en 2019, un aspecto que ha concentrado la atención de las agencias calificadoras y del cual depende que Colombia mantenga su calificación crediticia en grado de inversión; ii) garantizaría la continuidad de programas de asistencia social que han sido fundamentales durante los últimos años para reducir la pobreza y la desigualdad; y iii) fomentaría la inversión privada y la generación de empleo formal, aspectos claves para aumentar la capacidad de crecimiento económico de largo plazo, que actualmente está entre 3.0% y 3.5%, por debajo del rango de 4.0% - 4.5% que se registraba antes de la caída del precio del petróleo.

En efecto, la propuesta aumentaría los ingresos del Gobierno en 14.6 billones de pesos en 2019, de los cuales el 77% correspondería a las modificaciones al IVA: 11.3 billones de pesos por extender la base gravable al 80% de la canasta familiar, a los cuales se restarían 2.4 billones correspondientes a la compensación (devolución del impuesto) al 30% de los hogares de menores ingresos. Así, el aumento neto en el recaudo del IVA sería de 9 billones de pesos. El Proyecto de Ley de Financiamiento también elevaría en 1.8 billones de pesos el recaudo de impuesto de renta de personas naturales el próximo año, mediante un proceso de determinación cédular (Cuadro V.1).

También se incluyen medidas que deberían favorecer la inversión fija e impulsar un mayor gasto de capital en los próximos años, aunque creemos que la reacción de las empresas ante estos incentivos no sería inmediata: i) reducción progresiva de la tarifa de impuesto de renta para las empresas, desde 37% en 2018 (incluyendo sobretasa), a 33% en 2019, 32% en 2020, 31% en 2021 y 30% en 2022; ii) la posibilidad de descontar del impuesto de renta el 100% del IVA pagado en la adquisición de bienes capital, así como el ICA y el

Cuadro V.1
EFECTO TRIBUTARIO ESTIMADO DEL PROYECTO DE LEY DE FINANCIAMIENTO Y MEDIDAS ADICIONALES

Medida	Billones de pesos		% del PIB	
	2019	2020	2019	2020
Ingresos	14.6	3.8	1.4	0.4
IVA (reducción tarifa a 18% con ampliación de base gravable)	11.3	12.0	1.1	1.1
Renta Personas Naturales (unificación de cédulas)	1.8	2.1	0.2	0.2
Renta Personas Jurídicas*	1.5	-10.3	0.1	-0.9
Gastos	1.2	1.3	0.1	0.1
Compensación monetaria para deciles 1, 2 y 3	2.4	2.5	0.2	0.2
Programa de ahorro y reducción del tamaño del Estado	-1.2	-1.2	-0.1	-0.1
Otras medidas	6.0	10.7	0.6	0.9
Mejoras administración tributaria	1.6	5.0	0.2	0.4
Plan de enajenaciones del Estado	2.4	3.0	0.2	0.3
Mayor ingreso petrolero	1.1	1.1	0.1	0.1
Recaudo por mayor crecimiento económico	0.9	1.7	0.1	0.1
Total recursos adicionales	19.5	13.2	1.8	1.2

* Incluye: i) disminución tarifa a 32% en 2020, 31% en 2021, 30% en 2022; ii) descuento del IVA (100%) por adquisición bienes capital; iii) disminución renta presuntiva (3%, 1.5% y 0%); iv) descuento ICA y GMF de impuesto renta (50% a partir del 2020 y 2019, respectivamente); v) diez años sin renta sector agrícola; vi) cinco años sin renta sector economía naranja.

Fuente: Minhacienda.

Gravamen a los Movimientos Financieros (GMF); iii) disminución gradual de la tarifa de renta presuntiva, del 3.5% actual hasta llegar a 0% en 2022; iv) el sector agrícola estaría exento del pago de impuesto de renta, condicionado a la generación de empleo y a la certificación por parte del Ministerio de Agricultura de los proyectos que se postulen al beneficio; v) el sector de economía naranja estaría exento por cinco años de impuesto de renta, condicionado también a la aprobación de los proyectos por parte del Ministerio de Cultura (Cuadro V.1). Estas medidas están en línea con la necesidad de que el país avance hacia una estructura tributaria como la del promedio de miembros de la OECD -organización a la cual ingresó Colombia este año- en la cual la mayor carga de impuestos recae sobre las personas naturales, y no sobre las empresas, como ocurre en el país.

Adicionalmente, el Gobierno presentó un plan de austeridad que reduciría el tamaño del Estado y ahorraría hasta 6 billones de pesos en 2020, empezando en 2019 con un ahorro de 1.2 billones. No obstante, consideramos que el impacto sobre el recaudo de las “otras medidas” contempladas en el Proyecto de Ley es demasiado optimista: 6 billones de pesos de mayores ingresos en 2019 por concepto de mejoras en la administración tributaria, efecto de mayor crecimiento económico -cuando de hecho estimamos que el

impacto a corto plazo sobre la economía es negativo (ver Capítulo de Perspectiva Macroeconómica)-, venta de activos no estratégicos de la Nación, y aumento del ingreso petrolero. Este último aspecto consideramos que no debería ser incluido dentro de los ingresos adicionales, toda vez que los precios del petróleo registrados este año -promedio Brent alrededor de 72 dólares por barril- fueron superiores a la expectativa del Gobierno en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) de este año (67 dólares por barril) -es decir, el ciclo energético fue positivo- por lo cual la Regla Fiscal sería más estricta el próximo año. En particular, estimamos que **una diferencia positiva de entre 5 y 7 dólares por barril entre el Brent observado y el estimado por el CCRF para el largo plazo, significaría que el déficit fiscal de 2019 debería ser 0.4 puntos porcentuales más bajo, es decir, cercano a 2.0% del PIB, en vez del 2.4% que se proyectó en el MFMP 2018.**

Dentro de los aspectos negativos de la Ley de Financiamiento que propuso el Gobierno, está el hecho de que afectaría de forma importante el consumo privado, y por consiguiente el crecimiento económico del próximo año, además de que tendría un impacto inflacionario de una sola vez, que llevaría la inflación anual a niveles cercanos a 6% (ver Capítulo de Perspectiva Macroeconómica). Además, nos preocupa que el aumento del recaudo sería principalmente en 2019, pero en 2020 se reduce de forma importante como consecuencia de la disminución de la tarifa de impuesto de renta y de los beneficios para la inversión fija mencionados previamente (Cuadro V.1).

¿Por qué se necesita la Ley de Financiamiento?

El Presupuesto aprobado para 2019 asciende a 259 billones de pesos, de los cuales un 62% corresponde a gastos de funcionamiento, un 20% a servicio de la deuda (amortizaciones e intereses) y un 18% a inversión del Gobierno Central. El monto total del PGN 2019 fue propuesto por el Gobierno anterior y no fue modificado por la actual administración, pero para financiar los programas de Gobierno del Presidente Iván Duque, el Ministerio de Hacienda reestructuró la composición del Presupuesto. En primer lugar, redujo en 14 billones de pesos el pago de amortizaciones de deuda, por medio de un canje que aplazó el pago de vencimientos del próximo año para vigencias posteriores a 2019 y que generó, además, 0.5 billones de pesos por ahorro en el pago de intereses. El espacio de 14.5 billones de pesos en el PGN, generado por el aplazamiento de deuda y el menor pago de intereses, permitió que el Gobierno aumentara la inversión y los gastos de funcionamiento en 11.3 billones y 3.0 billones, respectivamente.

Ahora bien, para dar cumplimiento a la Regla Fiscal, el mayor gasto en inversión y funcionamiento de 2019 debe ser compensado por el lado de los ingresos corrientes del Gobierno. La Regla Fiscal permite que el déficit fiscal del Gobierno sea de 2.4% del PIB en 2019 (Gráfico V.1), equivalente a unos 25.4 billones de pesos, de manera que sus ingresos pueden ser inferiores a sus gastos, excluyendo el servicio de la deuda, a lo sumo en ese monto. Vale la pena señalar que el ajuste en los gastos del Gobierno anterior, tras la caída en los ingresos petroleros de 2014-2016, dejó un espacio muy limitado para reducciones adicionales, y actualmente es evidente la elevada rigidez del gasto público. En efecto, el 74% de los gastos de funcionamiento de 2019 corresponden a transferencias del GNC a los entes territoriales, de las cuales la mitad son mesadas pensionales y aseguramiento en salud, es decir, gastos constitucionales que el Gobierno no puede reducir a menos que realice una reforma pensional o al sistema de seguridad social.

De esta forma, de acuerdo con el Presupuesto aprobado para 2019, **los rubros de gasto e inversión que requieren ser financiados con la Ley de Financiamiento son aquellos relacionados con programas sociales que han sido claves en la reducción de la pobreza y la desigualdad en los últimos años, tales como Familias en Acción, los programas de alimentación escolar, los subsidios a la energía para los hogares de bajos ingresos, entre otros.** Estos gastos sí son discrecionales del Gobierno, pero recortarlos o eliminarlos tendría consecuencias negativas en la redistribución del ingreso, de manera que no resulta conveniente hacerlo.

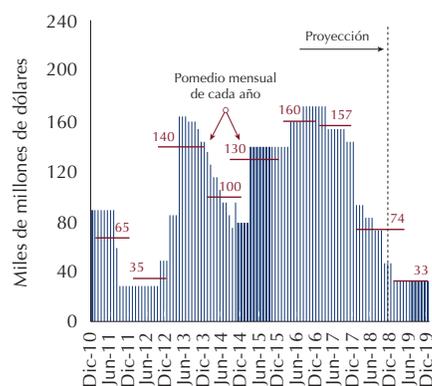
En este sentido, la incertidumbre que se registraba al cierre de este informe en torno a la Ley de Financiamiento indicaba que era muy probable que no lograra recaudar el objetivo de 14 billones de pesos. En ese caso, creemos que el Gobierno tendrá que recortar el Presupuesto de 2019 para seguir cumpliendo con la Regla Fiscal, de manera que **esperamos que el déficit fiscal del próximo año disminuya por tercer año consecutivo y llegue a 2.4% del PIB.**

VI. Contexto Externo: Alta tensión

Juliana Pinzón Tróchez

Julio César Romero

Gráfico VI.1
COMPRA MENSUAL DE ACTIVOS DE LOS PRINCIPALES BANCOS CENTRALES
(EEUU, Inglaterra, Eurozona y Japón)



Fuente: Fed, BCE, BoE, Bloomberg.
 Cálculos: Corficolombiana.

El crecimiento de la economía mundial se mantuvo estable este año, como resultado de un mejor desempeño de los países desarrollados, que habrían registrado su mayor expansión desde 2010, mientras que las economías en desarrollo moderarían su dinámica por primera vez desde 2015 (Cuadro VI.1). Lo anterior sucedió en medio de un mayor fortalecimiento del dólar y de las condiciones de liquidez menos expansivas de los últimos seis años: los principales bancos centrales del mundo (EEUU, Inglaterra, Eurozona y Japón) inyectaron 0.9 billones de dólares en 2018, muy por debajo de los 1.9 billones de 2017 (Gráfico VI.1).

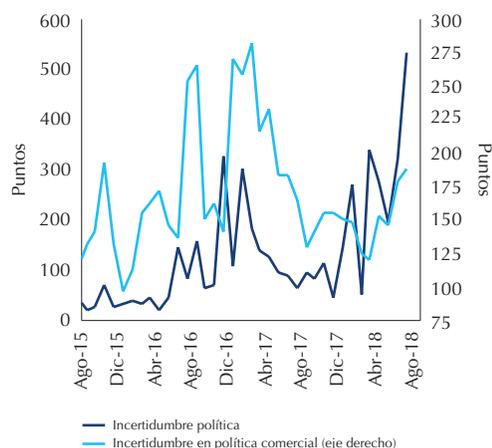
En EEUU, la política fiscal contribuyó a que la economía esté por encima de su capacidad potencial, lo cual aceleró el proceso de normalización monetaria e incentivó la salida de capitales desde mercados emergentes. En contraste, en la Eurozona no se evidencia una recuperación sólida, y la falta de alineación de Italia con los objetivos fiscales que exige la Comisión Europea constituye una seria amenaza para la estabilidad del bloque económico. En Reino Unido, aunque el banco central elevó la tasa de interés ante las señales moderadas de recuperación, la economía se seguirá enfrentando en 2019 a altos niveles de incertidumbre por las negociaciones del

Cuadro VI.1
PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB

	2017 (%)	2018 (%)	2019 (%)	2020 (%)
Mundo	3.7	3.7	3.7	3.7
Países Desarrollados	2.3	2.4	2.1	1.7
EEUU	2.2	2.9	2.5	1.8
Eurozona	2.4	2.0	1.9	1.7
Japón	1.7	1.1	0.9	0.3
Reino Unido	1.7	1.4	1.5	1.5
Economías Emergentes	4.7	4.7	4.7	4.9
China	6.9	6.6	6.2	6.2
India	6.7	7.3	7.4	7.7
América Latina	1.3	1.2	2.2	2.7
Europa Emergente	6.0	3.8	2.0	2.8
Asia Emergente	6.5	6.5	6.3	6.4

Fuente: World Economic Outlook (octubre 2018). FMI.

Gráfico VI.2
ÍNDICE DE INCERTIDUMBRE POLÍTICA A NIVEL GLOBAL Y POLÍTICA COMERCIAL EN EEUU



Fuente: Bloomberg.

Gráfico VI.3
ÍNDICE DXY
(Dólar frente a monedas fuertes)



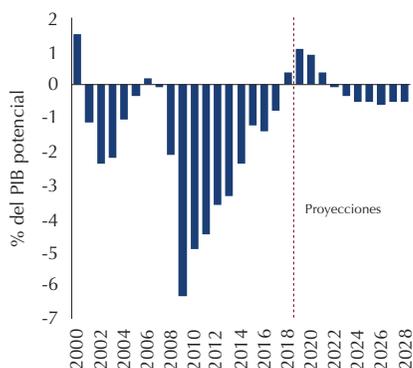
Fuente: Bloomberg.

Brexit. En particular, creemos que no se cumplirá la fecha acordada inicialmente (marzo de 2019) para que Reino Unido salga de forma ordenada de la Unión Europea (UE), por lo cual esperamos que se registre una desaceleración del crecimiento económico.

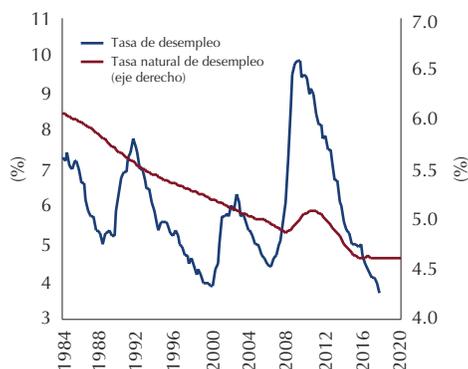
Por su parte, las economías emergentes tuvieron que afrontar dificultades ante el endurecimiento de las condiciones financieras globales y los mayores niveles de aversión al riesgo, lo cual contribuyó a la desaceleración de su crecimiento en 2018. La expansión de China continuó moderándose y, con ello, la demanda por *commodities*. Las economías con fundamentales débiles o aquellas que registraron episodios de inestabilidad política, quedaron expuestas a la volatilidad en los mercados financieros internacionales, lo que originó fuertes desvalorizaciones de sus monedas y un aumento significativo de sus primas de riesgo. En particular, **la turbulencia emergente de 2018 tuvo como protagonistas principales a Argentina, Turquía y Sudáfrica, pero también hizo evidente que el mercado realizó un proceso de diferenciación de las economías en desarrollo (Ver “Recuadro. Turbulencia Emergente”).**

De acuerdo con los cálculos del Fondo Monetario Internacional (FMI), la economía global se desaceleraría levemente en 2019, a 3.65%, desde 3.73% en 2018, como resultado del menor desempeño de los países desarrollados -especialmente de EEUU- y de una dinámica estable de las economías emergentes (Cuadro VI.1). Por su parte, las compras de activos por parte de los principales bancos centrales disminuirán al nivel más bajo desde que empezaron los programas de expansión cuantitativa, de manera que las inyecciones de liquidez durante el próximo año serían inferiores a 0.4 billones de dólares (Gráfico VI.1).

De esta forma, en 2019 esperamos un endurecimiento adicional de las condiciones financieras globales y nuevos episodios de volatilidad en algunas economías emergentes. La reforma tributaria de Trump aumentará las emisiones de deuda del Tesoro estadounidense el próximo año, lo que significa un retiro de liquidez adicional al que implementaría la Reserva Federal (Fed) en medio de su proceso de normalización monetaria. Adicionalmente, las tensiones comerciales entre China y EEUU continuarán generando nerviosismo en los inversionistas y fomentando episodios de aversión al riesgo. En la Eurozona, el retiro de la liquidez en 2019 no será tan rápido como han anticipado las autoridades, pero creemos que la situación fiscal de Italia será un foco de volatilidad para los mercados globales y contribuirá a endurecer las condiciones financieras.

Gráfico VI.4**BRECHA DEL PRODUCTO DE EEUU**

Fuente: BEA, CBO. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico VI.5**TASA DE DESEMPLEO DE EEUU**

Fuente: CBO. Cálculos: Corficolombiana.

EEUU: SEÑALES DE AGOTAMIENTO

La economía estadounidense continuó recuperándose en 2018 y, muy probablemente, registrará su mayor crecimiento desde 2005, en parte por el impulso fiscal de la reforma tributaria de Donald Trump. De esta forma, la tasa de desempleo alcanzó los niveles más bajos de los últimos 48 años, el consumo de los hogares se consolidó como el principal motor de crecimiento económico, y la inflación subyacente se ubicó en la meta de la Fed de 2.0% anual.

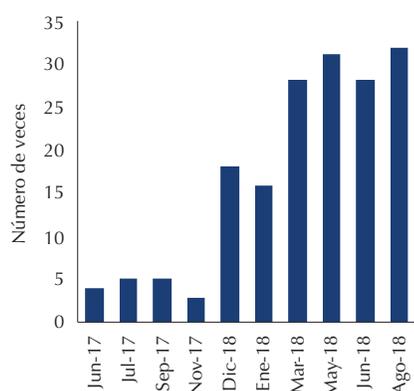
Bajo este contexto, la Fed aumentó tres veces su tasa de interés de referencia este año -en marzo, junio y septiembre- y se ha mostrado más optimista respecto al panorama económico de EEUU. De esta forma, el mercado tiene prácticamente descontado un cuarto incremento en diciembre, y la probabilidad de que el proceso de normalización monetaria continúe en 2019 es alta. Lo anterior aceleró la salida de capitales desde países emergentes hacia EEUU y generó un endurecimiento de las condiciones financieras globales que afectó en mayor medida a las economías más vulnerables a choques externos, en un contexto de: i) incertidumbre mundial por las crecientes tensiones entre EEUU y sus principales socios comerciales, especialmente China (Gráfico VI.2); ii) fortalecimiento generalizado del dólar (Gráfico VI.3); iii) repunte del precio del petróleo a su mayor nivel de los últimos cuatro años (ver Capítulo de Mercado Cambiario); y iv) valorizaciones importantes de los índices accionarios estadounidenses, que alcanzaron máximos históricos en 3T18, pero durante 4T18 han registrado caídas pronunciadas ante la mayor aversión al riesgo global y como señal anticipada de agotamiento del ciclo económico estadounidense.

En efecto, la economía de este país se ubicó por encima de su nivel potencial en 2018 (Gráfico VI.4), debido principalmente al mayor gasto del Gobierno, y al buen desempeño del gasto de los hogares -especialmente en 2T18- que reaccionaron positivamente al recorte de impuestos implementado en la reforma tributaria. No obstante, la política fiscal expansiva tuvo un impacto menor al estimado inicialmente y, como explicaremos más adelante, su efecto en 2019 será aún más bajo.

Por su parte, la tasa de desempleo cayó a mínimos históricos y se encuentra por debajo de la tasa natural (Gráfico VI.5). Sin embargo, los salarios continúan registrando un crecimiento moderado, lo que sugiere que las presiones inflacionarias por el lado de la demanda están controladas.

Gráfico VI.6

NÚMERO DE VECES QUE LA FED PERCIBE EL ESTADO ACTUAL DE LA ECONOMÍA COMO “FUERTE”



Fuente: Reserva Federal.

Una Fed optimista

En lo corrido de este año, la Fed ha elevado su tasa de interés de referencia en 75 pbs, al rango de 2.0% - 2.25%. Estos son los niveles más altos de la última década -no observados desde la antesala de la crisis financiera de 2008- y reflejan el sólido desempeño que ha registrado la economía de EEUU, el cual ha estado acompañado de un repunte moderado de la inflación. Así, en sus últimas reuniones el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) ha tomado una postura más optimista respecto al crecimiento económico, la inflación y el mercado laboral, lo que se ha evidenciado tanto en sus comunicados (Gráfico VI.6) como en las revisiones al alza de sus proyecciones (Cuadro VI.2).

No obstante, la Fed también ha mencionado factores de riesgo que deben ser monitoreados de cerca: i) el aplanamiento de la curva de los Bonos del Tesoro (reducción del diferencial entre los rendimientos de los Bonos de corto y de largo plazo) (Gráfico VI.7); ii) la incertidumbre política en Europa; iii) las tensiones comerciales y su impacto sobre la economía estadounidense (ver “Recuadro. Guerra Comercial: Jugar con Fuego”); y iv) la salida masiva de los inversionistas de algunas economías emergentes (ver “Recuadro. Turbulencia Emergente”). **Bajo este contexto, y teniendo en cuenta que ahora 14 de los 16 miembros del FOMC proyectan un aumento**

Cuadro VI.2

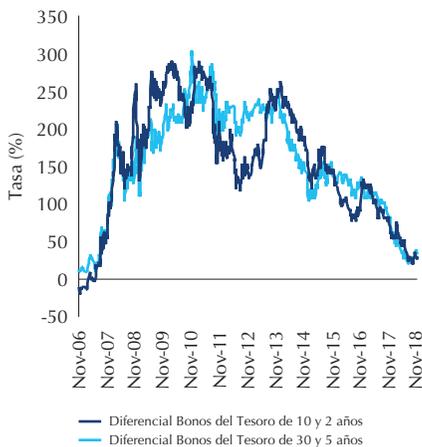
PROYECCIONES ECONÓMICAS DE LOS MIEMBROS DE LA FED
(Septiembre 2018)

Indicador	Mediana de los rangos de pronóstico				
	2018	2019	2020	2021	Largo plazo
Crecimiento del PIB (%)	3.1	2.5	2.0	1.8	1.8
Proyección en junio	2.8	2.4	2.0	n/a	1.8
Proyección en marzo	2.7	2.4	2.0	n/a	1.8
Proyección en diciembre	2.5	2.1	2.0	n/a	1.8
Tasa de desempleo	2.0	2.1	2.1	2.1	
Proyección en junio	3.6	3.5	3.5	n/a	4.5
Proyección en marzo	3.8	3.6	3.6	n/a	4.5
Proyección en diciembre	3.9	3.9	4.0	n/a	4.6
Inflación PCE núcleo (%)	2.0	2.1	2.1	2.1	
Proyección en junio	2.0	2.1	2.1	n/a	n/a
Proyección en marzo	1.9	2.1	2.1	n/a	n/a
Proyección en diciembre	1.9	2.0	2.0	n/a	n/a

Fuente: Reserva Federal.

Gráfico VI.7

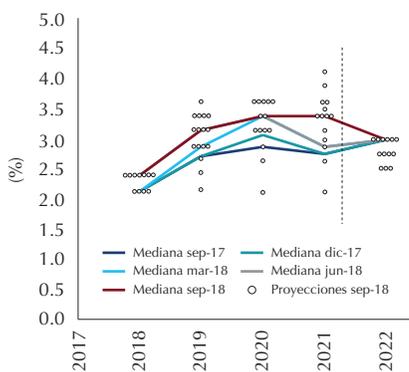
PENDIENTE DE LA CURVA DE BONOS DEL TESORO DE EEUU



Fuente: Bloomberg.

Gráfico VI.8

PROYECCIONES DE LA TASA DE INTERÉS DE LA REUNIÓN DE SEPTIEMBRE



Fuente: Bloomberg.

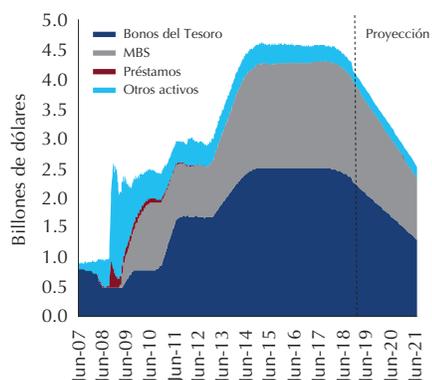
de 25 pbs en diciembre, esperamos que la tasa de interés termine este año en el rango 2.25% - 2.5%.

Para 2019, la mediana de proyecciones del Comité indica que habría tres incrementos a la tasa de interés, y uno más en 2020, como resultado del positivo panorama económico que vislumbran para ese periodo (Gráfico VI.8 y Cuadro VI.2). Sin embargo, somos escépticos respecto a la materialización de estos pronósticos, pues creemos que el próximo año empezará a evidenciarse el agotamiento del ciclo económico en EEUU: i) la mayor emisión de deuda del en 2019 -ante el deterioro fiscal que ha implicado la reforma tributaria de Trump- implica un retiro de liquidez adicional al que realizará la Fed y unas condiciones financieras más estrechas que restarían impulso a la demanda interna; ii) las presiones inflacionarias generadas por los altos precios del petróleo y por las medidas comerciales proteccionistas afectarán el ingreso disponible de los consumidores; y iii) la incertidumbre asociada con la guerra comercial impactará en algún grado la confianza empresarial, lo cual postergaría las decisiones de inversión privada (ver "Recuadro. Guerra Comercial: Jugar con fuego). **Por lo anterior, creemos que la Fed realizaría máximo dos incrementos a su tasa de interés en 2019, posiblemente en marzo y junio, hasta ubicarla entre 2.75% y 3.0%, un nivel muy cercano al neutral.**

Es importante recordar que en el marco de la normalización de su política monetaria, la Fed anunció en septiembre de 2017 el inicio del proceso de reducción de su balance de activos, que en ese momento ascendía a 4.5 billones de dólares, mediante la no reinversión de los pagos de cupones y vencimientos de los títulos. Dicho balance fue creciendo luego de la crisis financiera de 2008, producto de los programas de flexibilización cuantitativa implementados por la Fed para afrontarla, y está conformado por Bonos del Tesoro y títulos respaldados por hipotecas (*Mortgage Backed Securities* o MBS).

De acuerdo con la hoja de ruta del Comité, las tenencias de valores de la Fed se redujeron gradualmente a partir de 4T17, empezando a un ritmo de 10 mil millones de dólares mensuales (6 mil millones en Bonos del Tesoro y 4 mil millones en MBS). El monto de reducción de la hoja de balance aumentó cada trimestre en 10 mil millones de dólares hasta llegar a 4T18, cuando la no reinversión de los títulos alcanzó un monto de 50 mil millones por mes, tope que se mantendrá estable hasta que el balance de activos llegue a 2.5 billones de dólares, en 2020-2023. De esta forma, la hoja de balance de la Fed habrá disminuido en 450 mil millones de dólares al cierre de 2018, mientras que el retiro de liquidez en 2019 ascenderá a 600 mil

Gráfico VI.9
HOJA DE BALANCE DE ACTIVOS DE LA FED



Fuente: Reserva Federal.

millones de dólares (Cuadro VI.3 y Gráfico VI.9). Así, **el incremento esperado de tasas de interés y el retiro esperado de liquidez implican que la política monetaria en EEUU será contractiva en 2019, y contribuirá de manera importante al endurecimiento de las condiciones financieras para economías emergentes.**

Cuadro VI.3
CALENDARIO DE DISMINUCIÓN DE ACTIVOS DE LA HOJA DE BALANCE DE LA FED (Miles de millones de dólares)

Fecha	Bonos del Tesoro	Títulos respaldados por hipotecas (MBS)	Total
4T17	6	4	10
1T18	12	8	20
2T18	18	12	30
3T18	24	16	40
4T18 en adelante*	30	20	50

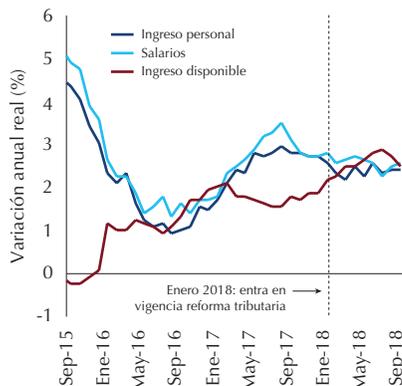
* Hasta alcanzar el objetivo de la Fed de 2.5 billones de dólares en 2020-2023.

Fuente: Reserva Federal.

“Trumponomics”

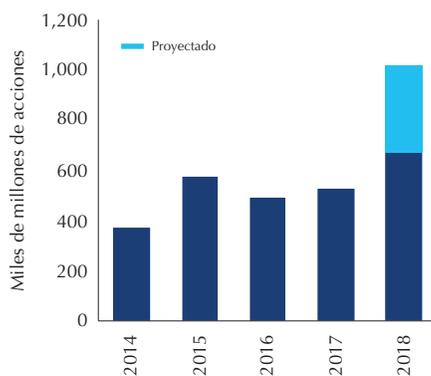
Las políticas comerciales y tributarias adoptadas por la administración de Donald Trump han tenido efectos disímiles sobre economía de EEUU, en la medida que reforzaron su recuperación en 2018 pero amenazan con generar desequilibrios en los próximos años: i) **la política fiscal expansiva** generó un impulso adicional a la actividad económica en momentos en que no era necesario, pues tanto el consumo como la inversión venían registrando un desempeño favorable, y en cambio han deteriorado de forma importante las perspectivas fiscales de EEUU para los próximos años; ii) la reimposición de **sanciones comerciales y políticas a Irán** -con el argumento de que ese país no está cumpliendo el Acuerdo alcanzado con la administración Obama en lo relacionado con el desmonte de programas nucleares- generó restricciones adicionales a la oferta global de crudo y presionó al alza los precios, un tema que está jugando en contra de la recuperación económica estadounidense; y iii) la adopción de medidas proteccionistas mediante la imposición de aranceles a las importaciones de sus principales socios comerciales, ha originado una **guerra comercial** -especialmente con China- que amenaza la economía mundial y también puede terminar devolviéndose en contra de EEUU (ver “Recuadro. Guerra Comercial: Jugar con Fuego”).

Gráfico VI.10
INGRESO PERSONAL EN EEUU



Fuente: BEA. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico VI.11
RECOMPRAS DE ACCIONES DEL S&P 500



Fuente: Bloomberg, Factset.

En primer lugar, la **reforma tributaria** (*"Tax cuts and Jobs act"*) aprobada por el Congreso de EEUU a finales de 2017, redujo de forma permanente la tasa impositiva corporativa del 35% al 21%, y disminuyó de forma temporal la tarifa impositiva máxima que grava a las personas naturales, a 37%. De igual forma, alivió el impuesto sobre la renta y eliminó las exenciones personales, lo cual se esperaba que tuviera un impacto significativo sobre el gasto de los hogares, y por ende sobre el crecimiento económico en 2018.

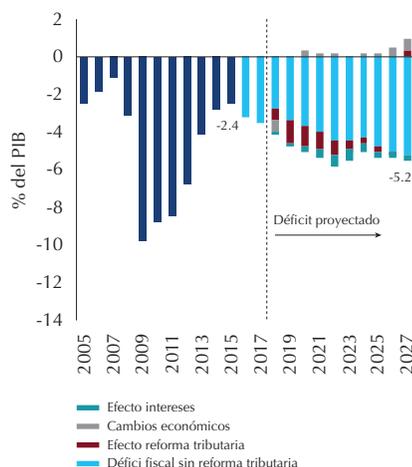
Si bien el recorte de impuestos afectó positivamente el consumo personal, en lo corrido del año su efecto se ha disipado y actualmente su impacto sobre la economía estadounidense es limitado, según lo advertimos en su momento (ver Capítulo de Contexto Externo en [Informe Anual - Diciembre 6 de 2017](#) e ["Impulso limitado" en Informe Semanal - Marzo 5 de 2018](#)). La menor tarifa impositiva para los consumidores impulsó una aceleración en el crecimiento de su ingreso disponible, de 1.8% en diciembre 2017 a 2.5% en septiembre 2018 (Gráfico VI.10), pero la tasa de ahorro personal ha aumentado en lo corrido del año, lo que sugiere que una porción importante del incremento en el ingreso no se destinó a mayor consumo. De igual forma, los recortes de impuestos fueron significativamente mayores para los hogares de altos ingresos, cuya propensión marginal a consumir tiende a ser más baja, y representan menos del 20% de la población.

El impacto de la reducción de impuestos sobre la inversión de capital también ha sido limitado, teniendo en cuenta que la mayor parte del ahorro tributario de las empresas que componen los principales índices bursátiles en EEUU, han sido destinados en su mayoría a la recompra de acciones (Gráfico VI.11), pago de dividendos o fortalecimientos de los balances y estados financieros de las empresas. Lo anterior se evidencia de igual forma en el crecimiento de los salarios, que sigue siendo moderado, contrario a las expectativas del Gobierno. En efecto, entre enero de 2018, cuando entró en vigencia la reforma tributaria, hasta septiembre de este año, los salarios desaceleraron su crecimiento anual de 2.7% a 2.6% (Gráfico VI.10).

En contraste, los menores ingresos tributarios y el mayor endeudamiento del país que implica el estímulo fiscal de Trump, han deteriorado de forma importante las perspectivas fiscales del EEUU para los próximos años. De acuerdo con los cálculos de la Oficina del Comité de Presupuesto de ese país (CBO por su sigla en inglés), la reforma tributaria tendría un costo aproximado de 164 mil millones de dólares en 2018, y de 285 mil millones de dólares

en 2019, lo que representa un incremento del déficit fiscal de 17% y 22%, respectivamente. Para los próximos 10 años, el CBO estima que la reforma incrementaría el déficit fiscal en 2.7 billones de dólares, como resultado de los menores ingresos tributarios y los mayores desembolsos (Gráfico VI.12).

Gráfico VI.12
DÉFICIT FISCAL DE EEUU



Fuente: Congressional Budget Office .

Por lo anterior, el Tesoro Americano tuvo que aumentar significativamente su emisión de deuda este año, lo cual incrementó las tasas de interés de corto plazo, y a su vez, llevó a un aplanamiento importante de la curva de los Bonos del Tesoro. Así, hasta septiembre de este año el Tesoro emitió 770 mil millones de dólares de deuda, y se espera que al finalizar 2018 dicha cifra llegue a los 955 mil millones, casi duplicando las emisiones de 2017 (Gráfico VI.13). En 2019, el Tesoro americano estima que continuará aumentando las emisiones de deuda hasta alcanzar un monto de 1.2 billones de dólares, teniendo en cuenta la propuesta de los republicanos respecto a la implementación de la reforma tributaria 2.0, y el proyecto de ley de infraestructura que los demócratas esperarían presentar al Senado en 2019. Lo anterior dependerá en gran medida de la capacidad política del ejecutivo de negociar con un Congreso que quedó dividido, luego de las elecciones del pasado 6 de noviembre.

La segunda política de Trump está relacionada con las sanciones a Irán. El 8 de mayo, Trump anunció la decisión de no extender las exenciones de las sanciones impuestas a ese país, y retirar inmediatamente a EEUU del Acuerdo Conjunto (Joint Comprehensive Plan of Action o JCPA) que conformaba junto a Alemania, Francia, Reino Unido, China y Rusia. El objetivo del JCPA, firmado en 2015, era restringir la actividad nuclear de Irán a cambio de levantarle las sanciones impuestas. La reinstauración de las mismas prohíbe indefinidamente que ese país realice negocios u operaciones

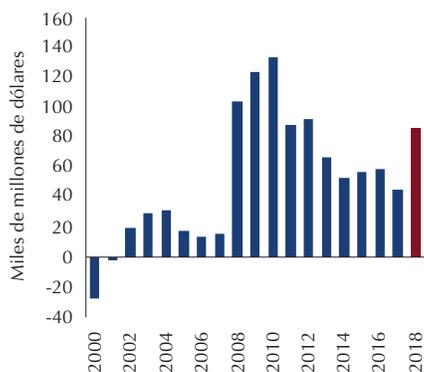
Cuadro VI.4
CRONOGRAMA DE REINSTITURACIÓN DE SANCIONES SOBRE IRÁN
(Septiembre 2018)

Fecha	Sanciones impuestas
Agosto 6	Negociación de cualquier <i>commodity</i> con EEUU, tales como oro, acero, carbón, aluminio. Transacciones relacionadas con divisas y deuda soberana del país, junto con la adquisición de dólares por parte de Irán
Noviembre 4	Sanciones sobre la operación portuaria y al sector de transporte de Irán, junto con las restricciones de las negociaciones relacionadas con el petróleo iraní. Adicionalmente, sanciones en la provisión de servicios de suscripción, seguros o reaseguros y transacciones realizadas por instituciones financieras extranjeras con el Banco Central

Fuente: Departamento del Tesoro de EEUU.

Gráfico VI.13

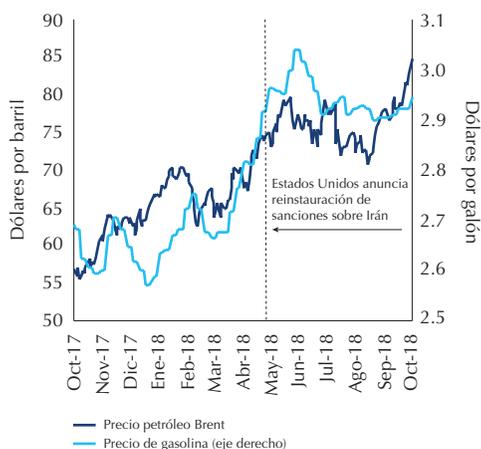
EMISIONES DE DEUDA NETA (Promedio mensual)



Fuente: Treasury Direct.

Gráfico VI.14

PRECIO PETRÓLEO BRENT Y GASOLINA EN EEUU



Fuente: Bloomberg.

comerciales con EEUU, bajo el argumento de que, según Trump, ha fomentado la inestabilidad y apoyado a los adversarios estadounidenses a través del Medio Oriente.

Lo anterior tuvo consecuencias inmediatas sobre el mercado de petróleo a nivel mundial, teniendo en cuenta que China, India, Corea y Turquía tienen una gran exposición a las importaciones de petróleo iraní. En particular, este anuncio alimentó la percepción de restricciones en la oferta global de crudo y reforzó la tendencia alcista del precio, de manera que desde el anuncio de Trump hasta el 9 de octubre la referencia Brent aumentó 14% (ver "Recuadro. Precios del petróleo en 2019: Volando alto"). En consecuencia, el precio de la gasolina en EEUU aumentó significativamente y llegó a máximos desde mediados de 2015 (Gráfico VI.14), lo cual afectó el gasto privado destinado a energía. Estimamos que en 2018 este factor significó un incremento de 37 mil millones de dólares en el consumo de energía por parte de los hogares, lo cual estaría erosionando una porción significativa de los ahorros tributarios de este año, aunque el efecto neto continuaría siendo positivo para el ingreso de los hogares.

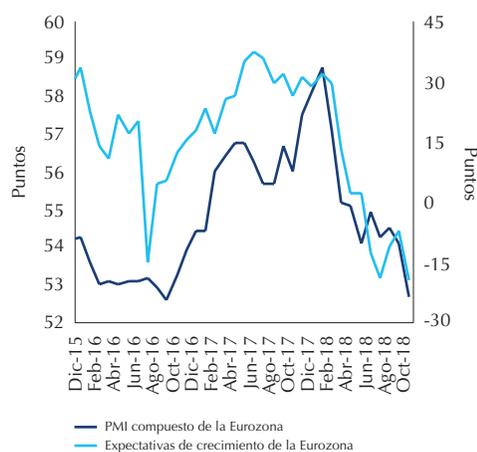
En conclusión, el impacto de la reforma tributaria de Trump sobre la economía estadounidense fue positivo en 2018, pero resultó menor a lo esperado. Adicionalmente, los efectos de las medidas proteccionistas y las sanciones a Irán están compensando parte del impulso fiscal, el cual será aún más limitado en los próximos años. De hecho, las fuertes presiones de endeudamiento que generó la reforma tributaria contribuirán a generar condiciones de liquidez más estrechas en EEUU de 2019 en adelante.

EUROPA: RECUPERACIÓN FRÁGIL

El crecimiento económico de la Eurozona se desaceleró en 2018, como resultado de: i) la debilidad que aún exhibe la demanda interna; ii) el deterioro de la confianza empresarial por efecto de las tensiones comerciales y la mayor aversión al riesgo global; y iii) los menores pedidos de exportaciones, cuyo impacto recae principalmente en el sector productivo de la economía (Gráfico VI.15). No obstante, el Banco Central Europeo (BCE) anunció que comenzará la normalización de la política monetaria, primero con la suspensión de sus compras de activos a comienzos de 2019, y luego con el incremento de sus tasas de interés antes de finalizar el próximo año.

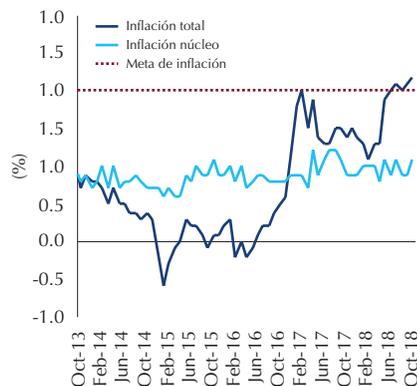
Por su parte, la inflación alcanzó la meta de 2.0% del BCE en 3T18, en línea con el significativo repunte de los precios de la energía,

Gráfico VI.15
PMI COMPUESTO Y EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DE LA EUROZONA



Fuente: Bloomberg.

Gráfico VI.16
INFLACIÓN EN LA EUROZONA



Fuente: Bloomberg.

pero la inflación subyacente está por debajo del promedio de los últimos cinco años, y la brecha frente a la inflación total sigue siendo alta (Gráfico VI.16). Bajo este contexto, y con el objetivo de continuar estimulando la economía, la autoridad monetaria mantuvo su política expansiva durante 2018, con una tasa de interés de referencia del 0%, mientras que las tasas de interés de depósitos y de refinanciación se sitúan por tercer año consecutivo en -0.4%, y 0.25%, respectivamente.

Ahora bien, aunque el lenguaje del BCE en sus comunicados es optimista frente a la evolución de la economía y la inflación, argumentando que los fundamentales son sólidos y los riesgos permanecen balanceados, sus proyecciones económicas sugieren lo contrario. En particular, recortó varias veces su pronóstico de crecimiento para 2018 en el último año -de 2.3% a finales de 2017 hasta 2.0% en la reunión de septiembre- y en su última actualización también redujo su estimación para 2019 a 1.8%, desde 1.9%. Respecto a la inflación, las estimaciones se han mantenido relativamente estables en lo corrido del año, y el mensaje ha sido básicamente que espera que repunte este año, aunque los datos recientes han tenido un comportamiento contrario (Gráfico VI.16).

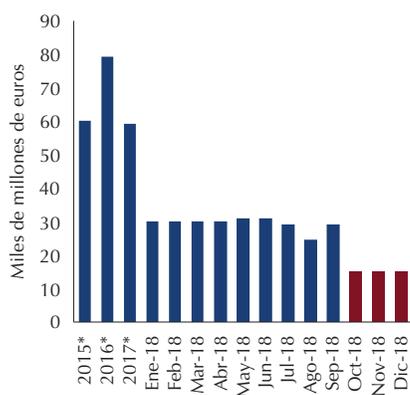
Por otro lado, la última guía de política monetaria del BCE (*forward guidance*) indica que no habrá movimientos de tasas de interés al menos hasta el verano de 2019, con el objetivo de asegurar la convergencia de la inflación hacia el objetivo de largo plazo. Sin embargo, **teniendo en cuenta la debilidad que exhibe actualmente la economía y las perspectivas no muy alentadoras para 2019, en un contexto de mayor aversión al riesgo por la guerra comercial y los problemas de deuda de Italia, creemos que el proceso de normalización iniciaría en 2020.**

La autoridad monetaria también anticipó que su programa de compra de activos se reducirá a 15 mil millones de euros mensuales en 4T18, desde 30 mil millones de euros en 3T18, y que desde comienzos de 2019 finalizaría el estímulo monetario (Gráfico VI.17). Sin embargo, **el BCE continuará reinvertiendo los pagos de cupones y vencimientos de los títulos en su poder por lo menos hasta finales de 2020, mientras tiene evidencia de un mejor desempeño de la economía. En este sentido, la política monetaria en la zona euro no puede interpretarse como un retiro de liquidez, como sí ocurre en EEUU.**

Vale la pena señalar que el 82% del portafolio del BCE, que ascendía a 2.5 billones de euros en septiembre de este año, estaba concentrado en títulos del Gobierno, mientras que el 10% estaba

Gráfico VI.17

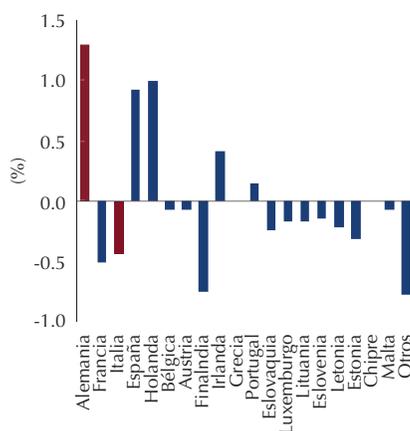
COMPRAS NETAS DEL BCE DE TÍTULOS DE DEUDA PÚBLICA



* Corresponde a las compras mensuales del año.
Fuente: BCE.

Gráfico VI.18

DESVIACIÓN PROMEDIO DEL PORTAFOLIO DE ACTIVOS DEL BCE



Fuente: ECB, JPMorgan.

en bonos respaldados por hipotecas, el 7% en títulos corporativos y tan sólo el 1% en bonos respaldados por activos. En este sentido, la tenencia de bonos de deuda pública de países europeos por parte de la autoridad monetaria ha sido un factor clave para la estabilidad financiera de la Eurozona. Sin embargo, ante el deterioro de las perspectivas fiscales de Italia, el BCE ha reducido sus compras de dichos títulos y aumentado las de bonos alemanes (Gráfico VI.18), de manera que **la finalización del programa de expansión cuantitativa del BCE aumenta la exposición de la zona euro a la crisis de deuda en Italia.**

¡Cuidado con Italia!

La situación de deuda italiana se ha deteriorado de forma importante este año, especialmente en el segundo semestre, lo cual constituye un riesgo significativo para la recuperación económica de la zona euro y creemos que será un foco de volatilidad para los mercados financieros en 2019. En efecto, la coalición de Gobierno conformada por movimientos políticos de dos extremos ideológicos opuestos -el populismo, representado por el Partido Movimiento de las 5 estrellas (5M), y la extrema derecha, representada por la Liga-, tomó el poder del Parlamento en mayo de 2018 y no parece estar comprometida con el ajuste fiscal que exige la Comisión Europea. Esta situación ha generado temores por una profundización de la crisis de deuda italiana que afecte a otras economías de la región.

La urgencia de que el Gobierno de Italia implemente medidas para corregir el desbalance fiscal subyace en que su deuda pública está en niveles insostenibles -de 130% de PIB, uno de los más altos del mundo- en un contexto en el que la economía de la Eurozona aún no consolida su recuperación y es vulnerable a los problemas de deuda en ese país. En este sentido, las reglas fiscales de la Unión Europea (UE) establecen que aquellas economías con una deuda superior al 60% del PIB deben alcanzar, a mediano plazo, un déficit presupuestario inferior o igual a 0.5% del PIB. Sin embargo, en vez de señalar el camino para realizar el ajuste requerido, la Coalición de Gobierno presentó a la Comisión Europea una propuesta que elevaría aún más el déficit fiscal en los próximos años (Cuadro VI.5).

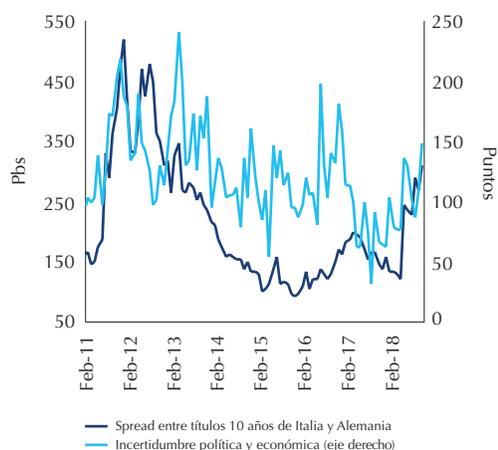
Como resultado de lo anterior, el diferencial entre los rendimientos de los bonos italianos frente a los bonos alemanes ha aumentado 188 pbs desde abril, de manera que en octubre se ubicaba en 310 pbs, su mayor nivel desde marzo de 2013. Del mismo modo, la incertidumbre política y económica aumentó a 149 puntos en octubre, desde 77 puntos en abril (Gráfico VI.19).

Cuadro VI.5
PROYECCIONES ECONÓMICAS DEL GOBIERNO ITALIANO

Fecha	Crecimiento PIB (%)	Déficit (% del PIB)	Balance primario (% del PIB)	Deuda del Gobierno (% del PIB)	Balance estructural (% del PIB)
2017	1.6	-2.0	1.8	131.2	-1.1
2018	1.1	-1.8	1.8	130.9	-0.9
2019	1.5	-2.4	1.3	130.9	-1.7
2020	1.6	-2.1	1.7	128.1	-1.7
2021	1.4	-1.8	2.1	126.7	-1.7

Fuente: JPMorgan.

Gráfico VI.19
MEDIDAS DE RIESGO POR LA CRISIS DE DEUDA EN ITALIA



Fuente: Bloomberg.

El riesgo de contagio de la zona euro a la crisis de deuda italiana no es despreciable. En efecto, el sistema bancario europeo tiene montos importantes de títulos soberanos de ese país, por lo cual sigue siendo el principal canal de contagio a otros países, como ocurrió a comienzos de esta década. En particular, los bancos de la zona euro tienen una exposición crediticia a Italia -representada en deuda pública, deuda privada y otros instrumentos- de 725 mil millones de dólares, es decir, el 78% de la exposición mundial a deuda de ese país, que asciende a 932 mil millones de dólares. En particular, los bancos franceses y alemanes son los más expuestos, con tenencias que representan el 53% y 23% de ese monto, respectivamente (Cuadro VI.6).

Es importante tener en cuenta que Italia es la tercera economía más grande de la región, al representar el 15.4% del PIB de la zona euro. **Por lo anterior, un default o una reestructuración de la deuda en Italia afectaría principalmente a los bancos de las dos mayores economías de la zona euro, y tendría consecuencias muy graves para el sistema financiero europeo, con capacidad de extenderse a nivel global.**

De esta forma, las crecientes dudas sobre la sostenibilidad de la economía italiana han aumentado la probabilidad de que las agencias calificadoras recorten su calificación soberana, algo que creemos que ya está incorporado en los rendimientos de sus Bonos soberanos y primas de riesgo (Gráfico VI.19). Un eventual incumplimiento del pago de deuda por parte de Italia, que no es nuestro escenario base, contagiaría el sistema bancario de Alemania y Francia, y cambiaría los planes de normalización del BCE a favor de mantener o incluso aumentar nuevamente el estímulo monetario.

Reino Unido: incertidumbre por Brexit

El crecimiento de la economía se moderó en 2018 a su ritmo más bajo de los últimos 10 años, como resultado del impacto negativo

Cuadro VI.6
EXPOSICIÓN BANCARIA EXTERNA A ALEMANIA, FRANCIA, PORTUGAL, ESPAÑA E ITALIA A JUNIO DE 2018
(Miles de millones de dólares)

Exposición a:	Tipo de exposición	Exposición al sector bancario de:									
		Alemania	España	Francia	Italia	Otros Eurozona	Total Eurozona	Eurozona	Reino Unido	EEUU	Resto del mundo
Alemania	Sector público	-	4.6	36.3	36.5	9.1	86.5	146.8	226.0	6.8	649.2
	Bancos	-	8.9	26.6	30.9	14.6	80.9	38.7	23.9	2.0	227.5
	Corporativos	-	51.3	112.3	133.4	24.6	321.6	36.0	62.9	17.7	651.2
	Otros*	-	28.3	64.3	18.6	8.3	119.5	90.7	152.6	5.0	570.9
	Total	N.A.	93.2	239.6	219.3	232.4	784.5	312.2	465.5	536.634	2,098.8
Francia	Sector público	32.6	1.8	-	22.1	11.3	67.8	29.0	32.8	162.2	291.9
	Bancos	56.2	24.9	-	25.5	13.2	119.8	78.3	27.6	108.3	334.1
	Corporativos	52.7	33.6	-	15.1	9.4	110.8	81.0	115.2	138.3	445.3
	Otros*	85.4	44.1	-	29.5	4.6	163.6	94.6	226.0	154.2	638.4
	Total	226.9	104.5	N.A.	92.2	124.4	548.0	282.9	401.7	563.0	1,709.7
Portugal	Sector público	4.3	26.2	3.5	1.8	0.5	36.3	1.0	2.2	0.9	40.4
	Bancos	1.3	4.5	1.6	1.0	0.3	8.7	1.1	2.6	-0.1	12.3
	Corporativos	4.8	80.5	10.6	0.8	0.1	96.8	0.9	1.1	3.9	102.6
	Otros*	1.8	22.8	3.8	1.2	0.0	29.6	3.9	7.0	1.6	42.1
	Total	12.2	134.0	19.5	4.8	4.6	175.1	6.8	12.9	6.2	197.3
España	Sector público	23.2	-	17.2	49.1	1.4	90.9	1.8	11.8	40.1	144.6
	Bancos	7.6	-	13.9	6.5	1.3	29.3	12.1	8.2	15.3	64.9
	Corporativos	21.2	-	50.6	9.8	1.0	82.5	8.3	22.8	59.2	172.9
	Otros*	26.8	-	29.3	8.9	0.5	65.5	26.4	42.6	20.7	155.3
	Total	78.8	N.A.	110.9	74.3	55.7	319.8	48.7	85.3	83.9	537.6
Italia	Sector público	36.8	48.0	63.8	-	4.8	158.2	3.9	21.7	51.1	218.0
	Bancos	54.5	7.4	33.2	-	1.3	97.8	4.4	13.5	-23.4	80.1
	Corporativos	35.0	14.4	218.7	-	2.5	272.9	19.0	20.5	58.4	352.8
	Otros*	39.6	13.7	71.9	-	0.5	126.1	47.2	82.7	107.3	281.1
	Total	165.9	83.4	387.5	N.A.	44.3	725.4	74.5	138.5	-6.4	932.0
TOTAL	(ALE, FRA, POR, ESP, ITA)	483.8	415.1	757.6	390.5	461.3	2,552.6	725.0	1,103.8	1,183.4	5,475.3

* Incluye derivados valor de mercado positivo, garantías y compromisos crediticios.

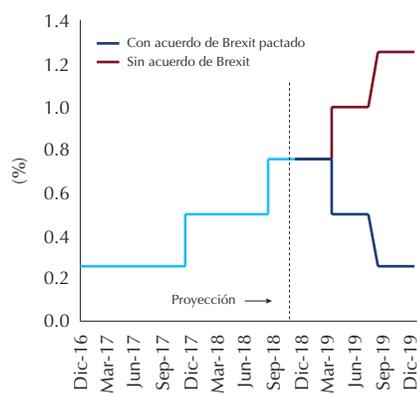
Nota: Los datos no incluyen la exposición crediticia que tienen los sistemas bancarios a entidades de su país de domicilio.

Fuente: BIS Quarterly Review, Junio 2018.

que un invierno más fuerte de lo usual tuvo sobre la construcción, y del deterioro de la inversión y la confianza empresarial del país, asociado con la incertidumbre de las negociaciones del Brexit. La inflación se mantuvo en promedio por encima del objetivo del Banco de Inglaterra (BoE), aunque se moderó durante el segundo semestre del año ante la debilidad que empieza a mostrar la demanda interna.

El BoE mantuvo una política monetaria relativamente estable en 2018, con tasas de interés que aún se ubican en niveles cercanos a los mínimos históricos y estimulan la economía. En agosto, la

Gráfico VI.20
TASA DE INTERÉS BANCO DE INGLATERRA (BOE)

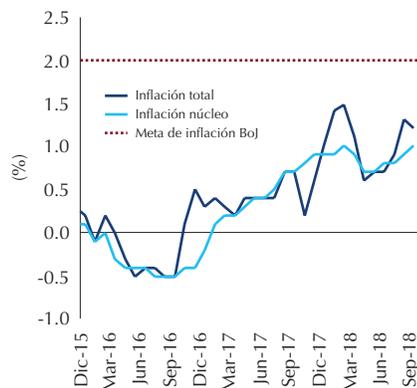


Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

autoridad monetaria realizó el primer incremento de su tasa de interés de referencia de la última década, hasta ubicarla en 0.75%, un nivel que no se observaba desde 2009. Lo anterior respondió al repunte de la inflación y al fortalecimiento de los fundamentales de la economía. No obstante, las perspectivas para el próximo año no son alentadoras, y mientras no se resuelvan los asuntos relacionados con el Brexit creemos que no habrá incrementos adicionales de la tasa de interés. Vale la pena señalar que en caso de lograr un acuerdo con la UE, que no es nuestro escenario base, el BoE podría realizar un incremento de tasas en la reunión de febrero (Gráfico VI.20).

Los desacuerdos respecto a la frontera de Irlanda han sido uno de los temas más controversiales durante las negociaciones con la UE, junto con temas relacionados a tratados comerciales, inmigración, y el acceso del Reino Unido al mercado financiero europeo. Al cierre de este informe, no se conocía si Theresa May habría logrado las concesiones necesarias para que Reino Unido salga de forma ordenada de la Unión Europea en la fecha inicialmente acordada (marzo de 2019). Sin embargo, la postura poco conciliadora del Gobierno británico difícilmente va a permitir que se cumpla con esta fecha. De esta forma, creemos que el periodo de transición se extenderá hasta marzo de 2020, elevando la vulnerabilidad de la economía a mayores choques de confianza en la inversión y el consumo.

Gráfico VI.21
INFLACIÓN DE JAPÓN



Fuente: Bloomberg.

Bajo un escenario en que no se alcanza un acuerdo entre el Reino Unido y la UE, el crecimiento económico de este país podría disminuir hasta 0.8 p.p. en 2019, y 1.2 p.p. en 2020, como resultado de la contracción de la inversión (2.0 p.p. en 2019 y 1.0 en 2020), y del consumo privado (0.5 p.p. en 2019 y 0.9 p.p.).

Japón: estímulo para rato

La economía japonesa perdió fuerza durante 2018, en línea con las menores expectativas de inflación, la debilidad de la demanda interna, y el deterioro que aún exhibe el sector empresarial. El debilitamiento del yen ante la menor volatilidad que registraron los mercados durante el primer semestre del año, la incertidumbre respecto a las tensiones comerciales, junto con la debilidad del consumo de los hogares, redujeron las expectativas de inflación e impactaron negativamente la economía. Si bien el mercado laboral muestra una tendencia positiva, con una tasa de desempleo cercana a los niveles más bajos de las últimas dos décadas, los salarios aún no reflejan el fortalecimiento de la demanda laboral y la inflación no logra llegar a la meta (Gráfico VI.21).

Bajo este contexto, durante 2018 el Banco Central de Japón (BoJ) mantuvo sus tasas de interés en mínimos históricos: -0.1% en el caso de la tasa de interés de referencia y 0% el objetivo de tasa de interés a 10 años (para los bonos del gobierno japonés). Tampoco realizó cambios a su programa de compra de bonos, ETFs, fideicomisos en bienes raíces y bonos corporativos. Lo anterior es resultado de las preocupaciones del Comité por el desempeño de la inflación y la brecha del producto, lo cual se evidencia en las revisiones negativas que realizó a sus proyecciones económicas durante este año.

De esta forma, el BoJ ha sido claro en que mantendrá las tasas de interés en niveles muy bajos y continuará con su programa de compra de activos hasta que sea evidente que la inflación alcanza la meta de 2% y se cierra la brecha negativa del producto. Así, no esperamos ajustes de política monetaria en Japón por lo menos hasta 2020, por lo cual las inyecciones de liquidez en 2019 se mantendrán en 840 mil millones de dólares, el mismo nivel de 2018.

GUERRA COMERCIAL: JUGAR CON FUEGO

Juliana Pinzón Tróchez

Las medidas proteccionistas impulsadas por el presidente estadounidense, Donald Trump, escalaron este año hasta configurar una guerra comercial de dimensiones globales, a pesar de que han estado enfocadas principalmente en China. En particular, EEUU ha impuesto aranceles a las importaciones de 250 mil millones de dólares en productos de ese país, mientras que la Unión Europea, Canadá, y México se han visto afectados, en menor medida, con aranceles efectivos y amenazas por parte del mandatario. De esta forma, el promedio de los aranceles estadounidenses ascendieron a máximos de los últimos 60 años, de 7.5% en 2018, y esta situación se empieza a reflejar en una desaceleración del comercio mundial (Gráfico VI.22).

Según Trump, estas medidas son una respuesta a las amenazas a la seguridad nacional que generan las prácticas desleales de sus socios comerciales, y su objetivo es corregir el gran déficit de comercio exterior con China y otros países. A pesar de que varios líderes mundiales han expresado su oposición a las prácticas proteccionistas, EEUU ha adoptado medidas unilaterales para eludir las normas de la Organización Mundial de Comercio (OMC), y ha amenazado varias veces con retirarse de la misma. En particular, la guerra comercial impulsada por el Gobierno estadounidense ha consistido en: i) imponer nuevos aranceles, o incrementar los existentes, a las importaciones de determinados productos provenientes de sus principales socios comerciales; ii) modificar las condiciones de los tratados comerciales vigentes, por ejemplo el tratado de libre comercio que tiene con México y Canadá, conocido ahora como USMCA; y iii) realizar una transformación sin precedentes de su relación comercial con China.

Crónica de una guerra anunciada

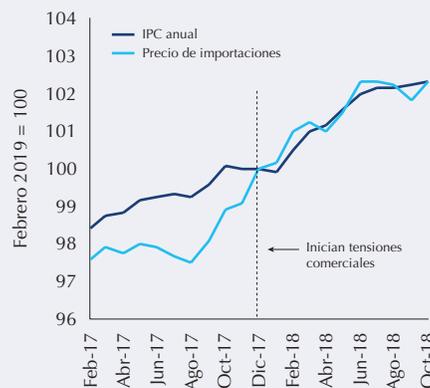
En enero de este año, EEUU anunció la imposición de aranceles sobre la importación de paneles solares, lavadoras, acero, aluminio, y automóviles, con el objetivo de incentivar su producción local. Posteriormente, Trump amenazó directamente a China con una tarifa arancelaria de 25% sobre 200 mil millones de dólares en bienes, los cuales representan cerca del 40% de las compras externas de EEUU al país asiático. El Gobierno chino respondió con un impuesto similar sobre 50 mil millones de dólares en productos estadounidenses, dando inicio a un proceso de retaliaciones proteccionistas entre las dos economías más grandes del mundo. El Cuadro VI.7 resume los hechos más importantes de la guerra comercial.

Gráfico VI.22
COMERCIO MUNDIAL Y ARANCELES DE EEUU



Fuente: Trademap.

Gráfico VI.23
INFLACIÓN IPC Y PRECIOS DE IMPORTACIONES DE EEUU



Fuente: Bloomberg.

Cuadro VI.7

CRONOLOGÍA DE LA GUERRA COMERCIAL

Fecha anuncio	País que impuso medida	Países afectados	Productos	Tarifa arancelaria	Valor afectado (mil. de mill. USD)	Estado de la medida
22-ene	EEUU	Todos	Lavadoras y paneles solares	20% a 30%	10.3	Efectivo
16-feb	EEUU	Todos menos Corea del Sur, Argentina, Australia y Brasil	Acero	25%	30	Efectivo
16-feb	EEUU	Todos menos Corea del Sur, Argentina, Australia y Brasil	Aluminio	10%	17.0	Efectivo
22-mar	EEUU	China	NA		200	Efectivo
4-abr	China	EEUU	659 productos tales como cerdo, soya, comida de mar, automóviles y productos químicos	25%	50	Efectivo
5-abr	EEUU	China	818 productos diferentes	25%	100	Efectivo
16-may	Japón	EEUU	NA		409	Amenazado
18-jun	EEUU	Todos	Automóviles y partes de automóviles	25%	208	En consideración
20-jun	UE	EEUU	Mantequilla de maní, bourbon, jugo de naranja, acero y productos agrícolas	10%, 25%, 35% o 50%	3	Efectivo
21-jun	India	EEUU	29 productos incluyendo lentejas, almendras, nueces, camarones, manzanas, y algunos productos químicos y de metal	10% a 50%	240	Efectivo
22-jun	EEUU	UE	Automóviles	20%	56	En consideración
26-jun	Canadá	EEUU	Metal industrial tal como acero y aluminio, maple syrup, pizza y papel higiénico	10% a 25%	13	Efectivo
5-jul	México	EEUU	Bienes de acero, queso, cranberries, whiskey y cerdo	20% a 25%	3	Efectivo
6-jul	Rusia	EEUU	Equipo de construcción y de carreteras y otros productos	25% a 40%	876	Efectivo
20-jul	EEUU	China	No especificado		300	Amenazado
15-ago	Turquía	EEUU	22 bienes incluyendo carbón, papel, almendras, nueces, tabaco, whiskey, automóviles, cosméticos, maquinaria y productos petroquímicos	5% a 40%	2	Efectivo

Fuente: Bloomberg, Reuters, Cnbc, Department of Commerce United States.

Impacto económico: choque de confianza

El aumento de aranceles puede tener efectos tanto directos como indirectos sobre la economía. Los primeros están relacionados con el incremento en los costos de los insumos y, de esta forma, la disminución en la competitividad de ciertos sectores de la economía estadounidense. Por ejemplo, la industria de energía solar ha sido una de las más afectadas, pues las tarifas impuestas sobre los paneles solares eliminaron la capacidad de competir con otras fuentes de energía.

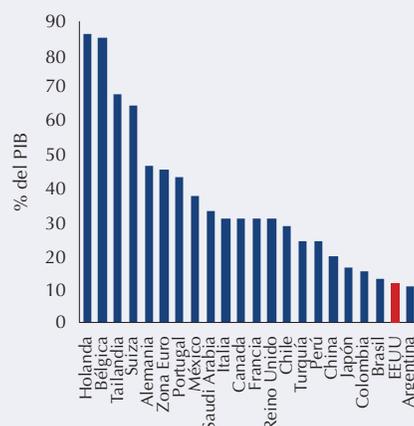
Hasta el momento no se han evidenciado presiones al alza sobre la inflación asociadas con los mayores costos de producción por el tema arancelario, de manera que en lo corrido de 2018 el precio de las importaciones ha registrado una tendencia creciente muy similar a la del Índice de Precios al Consumidor (Gráfico VI.23).

Hay razones adicionales para pensar que el impacto directo de la guerra comercial sobre la economía sería limitado. Por un lado, las exportaciones representan menos del 12% de la economía de EEUU, un nivel bajo en comparación con otros países (Gráfico VI.24). Adicionalmente, el comportamiento positivo del mercado accionario estadounidense hasta septiembre de 2018 estuvo impulsado por empresas del sector tecnológico, el más expuesto al sector externo (sus ventas fuera de EEUU representan el 58% del total, muy por encima del 37% que se evidencia a nivel agregado). A pesar de la fuerte corrección de los índices bursátiles registrada desde octubre, motivada por la moderación de las expectativas de ventas del sector tecnológico, las empresas siguen más preocupadas por el impacto de la fortaleza del dólar sobre sus ventas y utilidades que por el aumento de los aranceles (ver Capítulo de Mercado Accionario).

Ahora bien, los impactos indirectos de la guerra comercial sí podrían ser importantes. De acuerdo con estudios del BCE y de JP Morgan, **las tensiones comerciales han deteriorado la confianza empresarial, de manera que este factor explica casi el 90% de la caída que tendría el PIB mundial en 2018 como resultado de las medidas proteccionistas (Gráfico VI.25).**

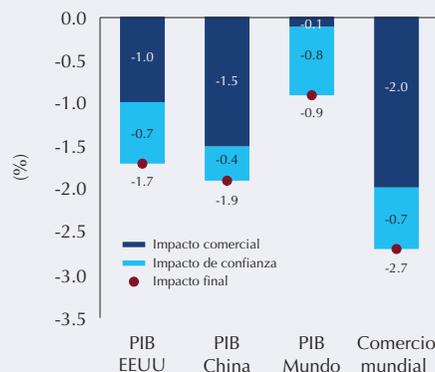
Para contrarrestar el impacto de la guerra comercial, el Gobierno chino ha implementado una regulación más estricta para las compañías estadounidenses que operan en su país, mientras que el Banco Central de China ha devaluado su moneda para aumentar la competitividad de la economía asiática. Así, entre enero y octubre de este año la depreciación del yuan frente al dólar era de 7.2%, en contraste con

Gráfico VI.24
IMPORTANCIA DE LAS EXPORTACIONES EN LA ECONOMÍA DE CADA PAÍS



Fuente: Banco Mundial.

Gráfico VI.25
IMPACTO DE LOS ARANCELES EN 2018



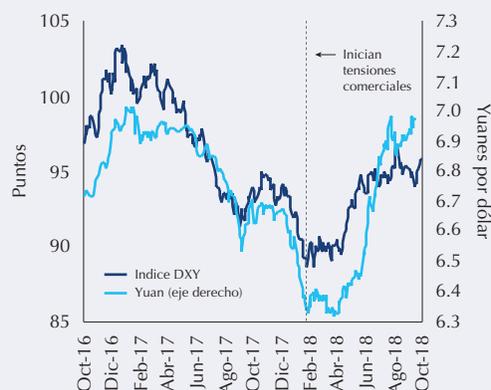
Fuente: Banco Central Europeo, JPMorgan.
Cálculos: Corficolombiana.

la apreciación de 5.4% que registró el dólar (índice DXY) en el mismo periodo, frente a las siete monedas más importantes del mundo (Gráfico VI.26).

Por otro lado, aunque la vulnerabilidad comercial de EEUU es baja, su exposición en títulos de deuda pública es considerable, teniendo en cuenta que China es uno de los mayores tenedores de Bonos del Tesoro, con un portafolio que en agosto alcanzaba un monto de 1.16 billones de dólares (Gráfico VI.27). Así, uno de los mayores riesgos es que el Gobierno de China -ante un mayor escalamiento de la guerra comercial- decida deshacerse de sus tenencias de estos títulos para presionar a EEUU, lo cual desvalorizaría los Tesoros y endurecería aún más las condiciones financieras globales.

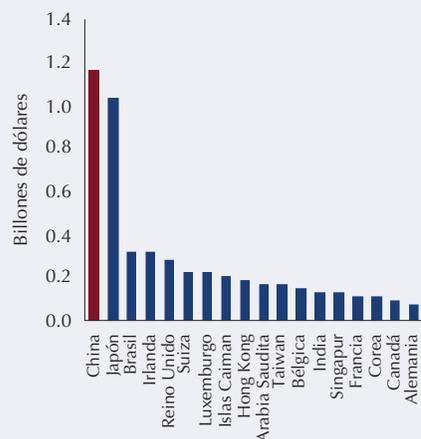
En resumen, las medidas proteccionistas adoptadas por EEUU aún no generan presiones inflacionarias, y creemos que el efecto directo sobre la economía es limitado. Sin embargo, el mayor riesgo está relacionado con la capacidad de que la guerra comercial afecte la confianza empresarial. En este sentido, **creemos que las medidas proteccionistas contribuirán a desacelerar la inversión fija y, por lo tanto, refuerzan nuestra expectativa de que la Fed reducirá el ritmo de incrementos de su tasa de interés en 2019 (ver Capítulo de Contexto Externo).**

Gráfico VI.26
ÍNDICE DXY VS. YUAN



Fuente: Bloomberg.

Gráfico VI.27
PRINCIPALES TENEDORES
EXTRANJEROS DE BONOS DEL
TESORO



Fuente: Departamento del tesoro.

DESAFÍOS EMERGENTES

Cristhian Alejandro Cruz Moreno

María Camila Zambrano

En 2018 se presentaron importantes episodios de volatilidad y estrés financiero a nivel global, con especial relevancia en países emergentes como Turquía, Argentina, Brasil y México, mientras que en la Eurozona la crisis de deuda italiana aumentó la exposición crediticia de algunos países de la región (ver Capítulo de Contexto Externo). Bajo este panorama de aversión al riesgo, los temores de que la crisis sistémica de los 90s se repita y termine afectando a economías con fuertes fundamentales macroeconómicos, como Colombia, aumentaron significativamente en 2018 hasta formar una especie de “turbulencia emergente”.

A continuación, repasamos los hechos registrados en los países mencionados durante lo transcurrido del año, y posteriormente los comparamos con el desarrollo de las crisis vividas dos décadas atrás por las economías en desarrollo, con el objetivo de determinar si estamos ante un inminente evento sistémico en 2019.

Cronología de la turbulencia emergente

Desde principio de año, la amenaza del proteccionismo comercial por parte de EEUU comenzó a tensionar los mercados internacionales. Sin embargo, el primer episodio de turbulencia emergente –y posiblemente el más fuerte de este año– llegó con **Turquía**, como resultado de la desconfianza que generó en los inversionistas las acciones del presidente Erdogan. En particular, sus posturas políticas y su injerencia económica –que se plasmó en el nombramiento de personas de su familia en el gobierno– así como su interpretación heterodoxa sobre cómo debería actuar el Banco Central de Turquía (BCT), generaron críticas de los organismos multilaterales y elevaron la incertidumbre en el mercado.

Tal fue el desconcierto que generaba el actuar del Gobierno turco, que la lira llegó a devaluarse más del 75% en lo corrido del año y presionó a un incremento de la inflación anual hasta del 25%, lo cual implicó una fuerte presión para el BCT (ver “La pasión turca” en [Informe Semanal – Septiembre 3 de 2018](#)). La actuación algo tardía de la autoridad monetaria en septiembre pareció enviar un mensaje de independencia y, con ello, disminuyó la presión financiera sobre el país y sobre las empresas extranjeras con operaciones en el país euroasiático.

A mediados de agosto, en plena turbulencia turca, las debilidades de **Argentina** quedaron expuestas al solicitar un adelanto de recursos al Fondo Monetario Internacional (FMI) de la línea de crédito dispuesta de 50 mil millones de dólares (ampliada a 56.3 mil millones de dólares en octubre); ante esta situación, el peso argentino alcanzó una depreciación año corrido superior al 100%. Para contener la fuerte devaluación, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) decidió en dos reuniones extraordinarias aumentar tipos de 40% a 45%, y luego a 60%, lo que significó un golpe adicional para la economía doméstica, la cual ya venía mostrando debilidad. En un contexto en el que la recuperación del producto es lenta, la inflación supera el 30% y las exportaciones de soja han resentido el ciclo bajista del precio de materias primas a nivel mundial, las adversas condiciones financieras exponen fuertemente al país y le ubican como una de las economías emergentes con mayores desafíos de cara a 2019 (ver “Otra vez Argentina” en [Informe Semanal – Septiembre 17 de 2018](#)).

La economía de **Brasil**, por su parte, tuvo un ligero repunte en 2018 tras dos años de aguda recesión, pero aún no ha recuperado totalmente la confianza de los inversionistas. Lo anterior es consecuencia directa de la preocupación que genera el amplio déficit fiscal del país, al punto que el Gobierno podría verse en aprietos

para cumplir con el servicio de su deuda y, con ello, comprometer su sostenibilidad. En efecto, con una deuda pública cercana al 80% del PIB, y una calificación crediticia por debajo del grado de inversión, cualquier desajuste fiscal prende las alarmas de los inversionistas, por lo que, son constantes los llamados para que el país logre el equilibrio fiscal a partir de una ampliación de los ingresos, una reducción de los gastos, o una combinación de ambos.

Por lo pronto, la alternativa más viable para **Brasil** es hacer una reforma pensional que equilibre el déficit primario y reduzca los niveles de incertidumbre. Con la victoria de Jair Bolsonaro, pareciera que se llevarán a cabo las reformas económicas que el país requiere –no obstante de la reticencia que genera el líder de ultraderecha en una amplia parte de la población– y se conjurarán los desafíos financieros de carácter global que se presenten, aunque en términos generales el vecino país no tiene marcados desafíos externos (ver “Después de la tormenta” en [Informe Semanal – Noviembre 19 de 2018](#)).

Más recientemente, **Italia** y **México** han aparecido en el panorama internacional como focos de volatilidad. El primero asociado a la incapacidad de la coalición de gobierno para alcanzar un consenso con la Comisión Europea sobre una senda de ajuste fiscal (ver Capítulo de Contexto Externo), mientras que en **México** el presidente entrante empieza a generar incertidumbre entre los agentes respecto a confianza de los inversionistas. En efecto, el país latinoamericano está en medio de una transición política abrupta, en la cual el presidente electo, Andrés Manuel López Obrador, pareciera dar golpes de opinión respecto al futuro de inversiones que se propusieron en el mandato del presidente en ejercicio, Enrique Peña Nieto. La importancia de que este cambio de gabinete sea interpretado de la mejor manera por el público radica en que, dado que el peso mexicano es utilizado para cubrir posiciones en otros mercados emergentes, se convierte en un transmisor neto de volatilidad hacia emergentes.

En resumen, las debilidades de algunos mercados emergentes quedaron en evidencia durante el presente año, en un contexto de endurecimiento de las condiciones financieras globales. De persistir los altos niveles de volatilidad en 2019, creemos que, incluso, economías con mejores fundamentales podrían verse afectadas, dadas las características propias del proceso de globalización. Sin embargo, una revisión histórica de las crisis sistémicas en economías en desarrollo sugiere que la situación actual tiene diferencias importantes en comparación con lo que ocurrió en los episodios de crisis emergentes de hace 20 años, en particular porque ahora hay una mayor diferenciación al interior de este grupo de países.

¿Esta vez es diferente?

Este año será recordado por el aumento de la aversión al riesgo hacia países emergentes y el comienzo de un nuevo panorama económico mundial en el que las inversiones se relocalizan en economías avanzadas. El punto de mayor estrés llegó en agosto, con devaluaciones año corrido superiores a 100% en el caso del peso argentino, y por encima de 75% en la lira turca, como consecuencia de la salida masiva de capitales de estos mercados (*sell-offs*), hacia aquellos con un riesgo inherente más bajo como EEUU, en un típico episodio de búsqueda de refugio (*flight to quality*). Lo anterior ha motivado a algunos analistas a buscar señales comunes entre estos episodios y las crisis de mercados emergentes del pasado.

En particular, los acontecimientos recientes tienden a compararse con las sucesivas recesiones en países emergentes que se registraron durante la década de los 90s, dentro de las cuales se destacamos: México en

1994, el Sudeste Asiático en 1997, Rusia en 1998, Colombia en 1999 y Argentina en 2001. En todos estos casos se presentaron salidas súbitas de capital (*sudden stops*), en un contexto en el cual el marco de política monetaria estaba en transición y, por ende, estos países no tenían la suficiente capacidad de respuesta.

La crisis emergente de los 90s

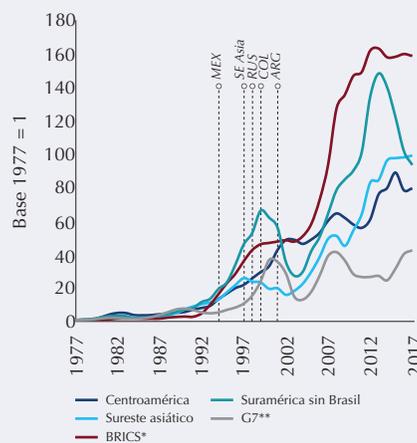
La apertura económica –en boga desde finales de los años 80s– cambió la interpretación de crecimiento económico asociado a la política de Industrialización por Sustitución de Importaciones (ISI), muy común en América Latina y vigente durante las dos décadas previas, en la cual se potenciaban y privilegiaban estrategias de desarrollo del mercado interno, en contraposición de los beneficios del libre comercio global. Lo anterior también supuso un cambio en el marco de política monetaria para la mayoría de bancos centrales del mundo, dado que se permitió la flotación del tipo de cambio (antes lo mantenían anclado a un nivel fijo) y establecieron la inflación como objetivo económico.

Desde un punto de vista teórico, la existencia de un trilema en la política monetaria supone que solo dos de tres características de una economía pueden ser alcanzadas al mismo tiempo, aun cuando todas son deseables *per se*: i) tipo de cambio fijo, para evitar descalces cambiarios; ii) libre movilidad de capitales, para aprovechar eficiencias en el mecanismo de ahorro interno y externo; y iii) banco central operativo, para alcanzar objetivos domésticos mediante herramientas de política monetaria (por ejemplo, controlar la inflación, llevar la economía a su nivel potencial, entre otros). Hasta finales de la década de los 80s, este trilema presionaba a los países a imponer controles de capital y, en particular, restricciones a la entrada de flujos de divisas. En efecto, la Inversión Extranjera Directa (IED) en el mundo se mantuvo prácticamente sin cambios durante las décadas de los 70s y 80s, al tiempo que las inversiones de portafolio eran prácticamente inexistentes (Gráfico VI.28).

A partir de la década de los 90s, la IED hacia economías emergentes inició un crecimiento acelerado, a la par del uso de nuevos vehículos de financiación muy ligados a la renta fija y la renta variable. Este cambio de paradigma fue aprovechado por varios agentes económicos en países en desarrollo, mediante el acceso a financiación en moneda extranjera –con mejores tasas de interés– a un bajo riesgo cambiario, dado que el descalce cambiario (diferencia entre activos y pasivos denominados en diferente moneda) se limitaba al ancho de las bandas cambiarias, las cuales fueron establecidas en un amplio abanico de países como media de transición antes de la flotación cambiaria total. Más allá del *sudden stop* que afectó a varios mercados emergentes en la década de los 90s, la virulencia de las crisis se evidenció cuando se eliminó el sistema de bandas cambiarias (que fungía como seguro, según mencionamos) para dar paso a un esquema de flotación libre, en el que el riesgo cambiario era trasladado directamente a la posición en moneda extranjera del agente económico.

Para que el esquema de bandas funcionara, la autoridad monetaria debía tener a disposición una herramienta directa de intervención (reservas internacionales) y/o una indirecta (tasas de interés que

Gráfico VI.28
EVOLUCIÓN INVERSIÓN
EXTRANJERA DIRECTA



* BRICS = Brasil, Rusia, India, China, Sudafrica.
** G7 = EEUU, Canadá, Alemania, Reino Unido, Francia, Italia, Japón.
Fuente: UNCTAD. Cálculos: Corficolombiana.

redirijan flujos, agregados monetarios que modifiquen el valor relativo de la moneda etc.). No obstante, la gran mayoría de bancos centrales aún se encontraban en un proceso de adaptación al nuevo contexto de flujos internacionales, lo que en varios casos llevó a que no existieran suficientes reservas internacionales ni experticia en el manejo de tasas de interés para atajar las salidas repentinas de capitales.

Más allá de las consecuencias sectoriales puntuales, las crisis económicas en México, el Sudeste Asiático (particularmente Malasia) y Colombia, tuvieron su origen en la incapacidad de mantener la banda cambiaria ante las salidas repentinas de capital. Ya sea por agotamiento del nivel de reservas (Argentina) o por la inutilidad del movimiento de tasas (Colombia), en todos los casos la única alternativa viable para no agotar las herramientas fue liberar la tasa de cambio, con los consecuentes episodios de fuerte devaluación y presiones inflacionarias.

En particular, la estrategia en Colombia para defender la banda cambiaria se basó en el aumento de las tasas de interés locales, en un contexto de alta inflación (superior a 30% en junio de 1998) que afectó el pago de créditos hipotecarios indexados. Este incremento de tipos destruyó el crédito interno y, con ello, profundizó la contracción del producto interno, que varió negativamente 4.2% en 1999. Sin embargo, la estrategia fue inútil porque finalmente hubo que eliminar la banda ese mismo año y flotar el peso colombiano.

En otras economías, como la mexicana y las del sudeste asiático, la crisis estuvo más relacionada con la existencia de descalces de FX que, una vez liberado el tipo de cambio ante la imposibilidad de seguir defendiendo las bandas, llevaron a que muchas empresas tuvieran problemas para hacer el servicio de sus obligaciones en moneda extranjera. En el caso de Rusia, la génesis de la crisis estuvo asociada a una descolgada en los precios de los hidrocarburos, no obstante, también fue palpable la persistencia de un descalce cambiario que afectó tanto las finanzas públicas como privadas.

¿Lecciones aprendidas?

Entender las condiciones en que se desarrollaron los episodios de crisis en el pasado es clave para determinar las similitudes y diferencias frente a los eventos contemporáneos. En particular, los siguientes aspectos evolucionaron de forma disímil entre las economías emergentes y nos permiten concluir que no estamos *ad portas* del difícil periodo vivido dos décadas atrás: i) capacidad y aprendizaje institucional; ii) diversificación económica; iii) existencia de colaterales para hacer frente a episodios de volatilidad externa; y iv) disposición de mecanismos financieros y de información transparente para hacer frente a riesgos.

En **primer lugar**, uno de los rasgos más notorios dentro del conjunto de emergentes ha sido el aprendizaje y el **desarrollo institucional**. Por ejemplo, para que Colombia pudiera adoptar el esquema de inflación objetivo –uno de los grandes logros de política económica en este país y reconocido internacionalmente– debió necesariamente reorientar la actividad del Banco de la República (BanRep) de la protección económica mediante la fijación del tipo de cambio, hacia estrategias tendientes a mantener ancladas las expectativas de inflación. Esta decisión fue común en países con regímenes monetarios similares, y estuvo apoyada por las recomendaciones que venía haciendo el Fondo Monetario Internacional (FMI) desde la década de los 80s.

Por otro lado, una vez terminó la crisis económica de Argentina, en 2001, se registró un flujo importante de capitales hacia Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica (BRICS), hacia el Sudeste Asiático y Suramérica (Gráficos

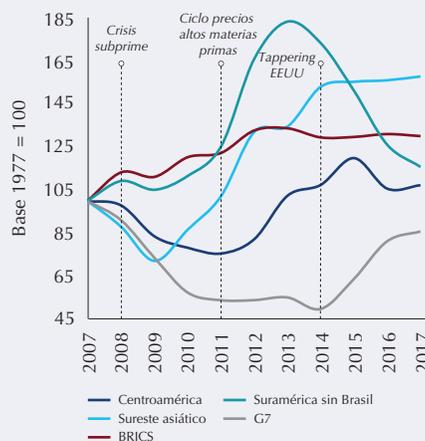
VI.28 y VI.29). El auge de la inversión a esta última región llegó en 2011, de la mano de los altos precios de materias primas como petróleo y cobre; no obstante, **el fin del ciclo de los commodities en 2014 reveló la segunda fuente de vulnerabilidad para algunos países de Latinoamérica: el bajo nivel de complejidad económica.**

Este segundo concepto se define como la capacidad que tiene una economía para llegar a un amplio abanico de países (ubicuidad), con una canasta exportadora amplia y con distintos niveles de valor agregado (diversificación). Alcanzar un mayor nivel de ubicuidad y diversificación reduce la probabilidad de contagio en un evento de crisis económica internacional conforme, por ejemplo, si el origen del choque se centra en una región puntual del planeta, se puede recurrir a economías que no hayan sido afectadas. Así mismo, cuando se presentan choques de precios de un grupo de productos específicos en los mercados internacionales, siempre existe la posibilidad de amortiguar el desajuste a través de otros sectores económicos. **En este aspecto, Suramérica poco ha avanzado en las últimas dos décadas.**

Bajo este contexto, las discrepancias en el grado de resiliencia económica dentro del conjunto de emergentes son evidentes: i) los países del sudeste asiático lograron avances tanto en institucionalidad –política económica, efectividad gubernamental, control de corrupción, etc.– como en complejidad económica; ii) Colombia logró avances en el primer ítem, pero mantiene un rezago importante en el segundo componente; iii) algunos, como México, avanzaron en la diversificación de su economía, pero se han estancado en avances institucionales; y iv) Argentina y Venezuela registraron retrocesos en ambos frentes, aunque el deterioro en el primer país ha sido mucho menor que en el segundo.

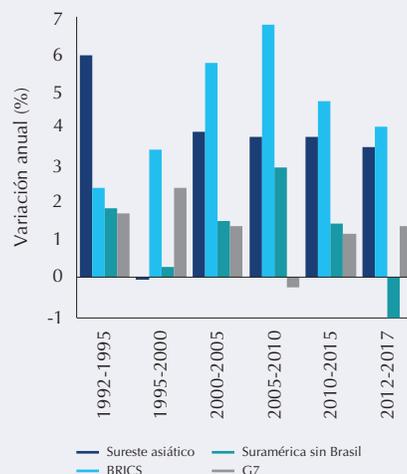
Con base en lo anterior, concluimos que Suramérica (exceptuando Brasil) mostró cierto rezago respecto a pares mundiales, como el Sudeste Asiático, toda vez que la crisis de materias primas que comenzó en 2014 significó para la región un retroceso tanto en los flujos de IED como en el crecimiento del PIB per cápita. En efecto, mientras los flujos de inversiones hacia los BRICS y el Sudeste de Asiático se mantuvieron estables después de 2014, en Suramérica se observó un retroceso comparable (en términos relativos) a los de la crisis de los 90s, lo que evidencia la vulnerabilidad de la región ante una caída en los precios de sus materias primas de exportación. Vale la pena señalar que durante los últimos 20 años, el crecimiento poblacional en Suramérica fue similar al del sudeste asiático, no obstante, la evolución del producto per cápita fue similar al ciclo de precios de las materias primas, en contraste con la tendencia acíclica en los emergentes de Asia (Gráfico VI.30).

Gráfico VI.29
EVOLUCIÓN INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA



Fuente: UNCTAD. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico VI.30
EVOLUCIÓN PIB X CÁPITA Y CRECIMIENTO POBLACIONAL



Fuente: Banco Mundial.

Tercero, la existencia de colaterales para mitigar vulnerabilidades externas sugiere una posición favorable para Colombia, en la medida que cuenta con un holgado nivel de reservas internacionales y una Línea de Crédito Flexible (LCF) con el FMI por 11.4 mil millones de dólares. El país, a través de BanRep, puede disponer de los recursos de la LCF y usarlos como si fueran reservas internacionales en caso de una salida de capitales que presione descalces cambiarios importantes.

Cuarto, el avance en el desarrollo de mercados de capitales ha permitido que las economías tengan alternativas de financiación diferentes a los canales bancarios tradicionales, así como acceso a nuevos instrumentos para gestión de riesgos (derivados, particularmente). Ante la penetración global de las inversiones de portafolio, los agentes profesionales requieren mayor información del perfil económico de los países a los que llevan sus recursos, de manera que en la actualidad –y a diferencia de los 90s– es fácil para un inversionista identificar vulnerabilidades entre mercados emergentes y, con ello, tomar decisiones de movimientos de capital con menores niveles de especulación. Hoy por hoy también es evidente que los capitales pueden fluir entre países en desarrollo, sin la dicotomía tan marcada entre economía avanzada y emergente que veíamos años atrás.

En conclusión, los países del sudeste asiático y algunos conformantes de los BRICS avanzaron de forma importante en materia de institucionalidad, complejidad económica, desarrollo de su mercado de capitales y uso de colaterales, de manera que tienen una baja probabilidad de repetir episodios como los de los 90s (Gráfico VI.31). **Otro lote de países, en donde se encuentra Colombia, sigue exhibiendo vulnerabilidades externas, pero avanzaron en el establecimiento de instituciones económicas sólidas y políticas macroprudenciales, en contraposición a países como Argentina, que no lograron ninguno de los anteriores propósitos (Gráfico VI.32).**

Teniendo en cuenta que los choques de volatilidad durante 2018 han sido de carácter esencialmente financiero (la incertidumbre castiga los flujos de inversión), consideramos que los riesgos de una crisis emergente sistémica en 2019 son bajos. En la medida que estos eventos se acompañen de correcciones marcadas en el precio de las materias primas, los riesgos aumentarían de forma importante, especialmente para economías como la colombiana, sin embargo, esto no significa necesariamente que identifiquemos patrones de contagio y sistematicidad entre países, según explicamos previamente.

Gráfico VI.31
INDICADORES DE RESILIENCIA
ECONÓMICA DÉCADA 2010s

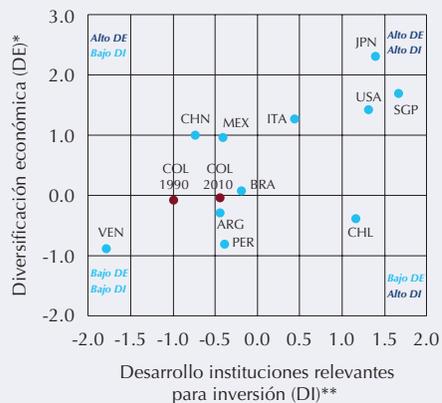
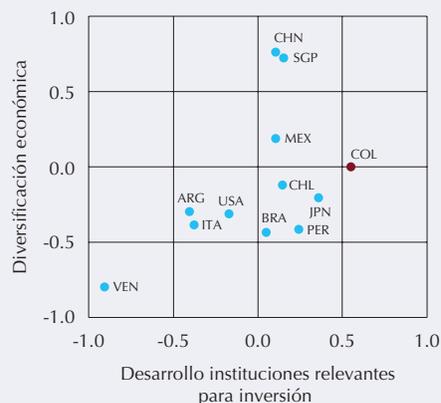


Gráfico VI.32
AVANCE INDICADORES RESILIENCIA
ECONÓMICA 2010s VS. 90s



Fuente: 1. Índice Complejidad Económica elaborado por el MIT, donde se evalúa tanto ubicuidad como diversificación productiva del país.

2. Índice Institucionalidad elaborado por el equipo de Investigaciones Económicas de Corficolombiana, mediante técnica ACP para 6 variables del Banco Mundial: a. Control de la corrupción; b. Eficiencia gubernamental; c. Estabilidad política y ausencia de terrorismo; d. Calidad regulatoria; e. Fuerza de la ley; f. Representatividad.

VII. Mercado Cambiario: Sube la marea

Cristhian Alejandro Cruz Moreno

Gráfico VII.1
DEVALUACIÓN DE ALGUNAS
MONEDAS EMERGENTES EN 2018*



* Datos al 31 de octubre de 2018.
Fuente: Bloomberg.

Gráfico VII.2
PETRÓLEO BRENT Y CDS DE COLOMBIA
A 5 AÑOS



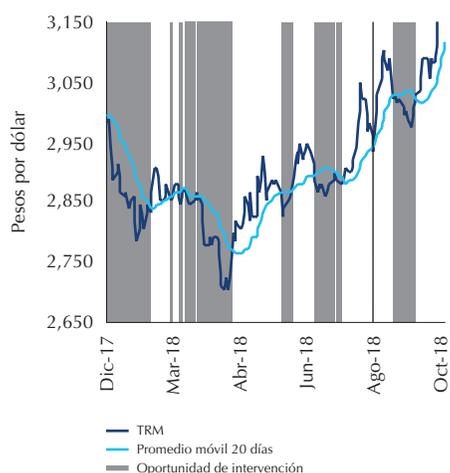
Fuente: Bloomberg.

El año que termina puso a prueba la resistencia de algunas monedas emergentes a los choques de volatilidad resultantes de una mayor aversión al riesgo internacional por el escalamiento de las tensiones comerciales entre EEUU y China, condiciones monetarias más estrechas, fortalecimiento generalizado del dólar, así como una acumulación de vulnerabilidades financieras en países con débiles fundamentales macroeconómicos. En efecto, la persistencia de desajustes económicos y financieros en Italia, Turquía y Argentina, principalmente, han propiciado un incremento en los niveles de incertidumbre de los agentes del mercado y, con ello, depreciaciones en FX de un importante abanico de países, aunque con mayor preponderancia en algunas monedas emergentes como el peso argentino, la lira turca y el real brasileño.

Así mismo, la normalización más rápida de la política monetaria en EEUU (riesgo que en su momento advertimos) fortalece al dólar y presiona constantemente los mercados cambiarios a nivel mundial, en la medida que se empieza a materializar un redireccionamiento de flujos hacia ese país. Por su parte, el precio del petróleo ha superado las estimaciones más conservadoras durante gran parte del año, favorecido por choques de oferta provenientes de Medio Oriente y Venezuela, principalmente, y ha permitido que países con una alta dependencia de su cotización, como Colombia, hayan logrado amortiguar parte de las presiones externas antes descritas.

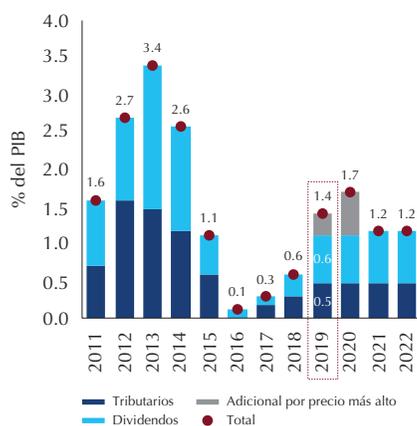
En este contexto, el peso colombiano ha sido una de las monedas emergentes con mejor desempeño en lo corrido del año (Gráfico VII.1). En particular, **la moneda se ha visto favorecida por la persistencia de la cotización alcista en el precio del crudo** hacia niveles no vistos desde 2014, garantizando con ello importantes lujos de divisas hacia el país y un nivel bajo en las primas de riesgo crediticio en 2018 (Gráfico VII.2). En efecto, **los niveles de riesgo país, medidos a través de los CDS, se han mantenido bajos y estables**, en gran medida por una mejor perspectiva fiscal del país derivada de la proyección de un aumento en los ingresos petroleros del Gobierno Nacional Central (GNC) para 2019 que, sin embargo, pueden hacer más exigentes las metas fiscales. Tanto el precio promedio del crudo por encima de las proyecciones de la mayoría de analistas, como los bajos niveles de riesgo país han sido positivos para mitigar los choques externos antes descritos.

Gráfico VII.3
OPORTUNIDAD DE INTERVENCIÓN DE
BANREP



Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico VII.4
INGRESOS PETROLEROS DEL GOBIERNO
NACIONAL CENTRAL*



* Por concepto de impuestos sobre la renta (incluyendo CREE) y dividendos de Ecopetrol.

Fuente: MHCP. Cálculos: Corficolombiana.

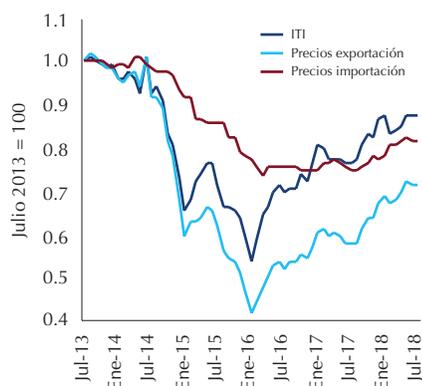
Por lo anterior, el peso colombiano seguirá afrontando presiones asociadas al endurecimiento de las condiciones financieras a nivel global como resultado del aumento de tipos por parte de la Fed (ver Capítulo Contexto Externo), que fortalece el dólar dado el redireccionamiento de flujos hacia ese país, así como por las acciones de gobiernos de países emergentes con políticas económicas insostenibles (ver “Recuadro. Desafíos Emergentes”). A nivel local, y de cara a la mitigación de este tipo de desafíos, se destaca el compromiso que ha mostrado el BanRep por mantener actualizado un marco normativo para el mercado cambiario local y que se ha concretado, por ejemplo, con la expedición de circulares que dotan a los Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) de herramientas operativas más acordes con la dinámica actual de los flujos de capital (Circular Reglamentaria Externa DODM-139 del 25 de mayo de 2018), así como con los mecanismos de intervención de la entidad con el propósito de acumular reservas internacionales (Circular Reglamentaria Externa DODM-143 del 28 de septiembre de 2018) (Gráfico VII.3).

En este orden de ideas, consideramos que Colombia ha hecho méritos, hasta el momento, para salir relativamente bien librado de los choques de volatilidad hacia mercados emergentes gracias al buen manejo de las autoridades monetarias, sin desconocer que también ha contado con suerte. En efecto, ha sido aplicado en el establecimiento de políticas macroprudenciales que le permitan absorber de forma menos traumática choques externos. Así mismo, en un contexto en el cual la mayoría de las materias primas a nivel mundial han cotizado a la baja como resultado de la menor demanda externa de China, la cotización del petróleo ha jugado a favor de Colombia al registrar niveles superiores a las expectativas de la mayoría de analistas, significando con ello una mejora en los términos de intercambio que sirve de viento de cola para la recuperación económica, y a su vez, para favorecer las perspectivas de los desbalances externos y fiscales del país (Gráfico VII.4).

Evolución reciente del tipo de cambio

En el presente año, la moneda colombiana tuvo dos periodos claramente diferenciados: un periodo de apreciación durante los primeros siete meses del año, a pesar de la incertidumbre que sobre los mercados generaron las elecciones presidenciales y legislativas realizadas en el país, y; otro de resistencia en los meses restantes. En efecto, después de cerrar el año 2017 con una tasa de 2,984 pesos por dólar, la divisa mostró una corrección que le llevó a cotizarse en mínimos de los últimos dos años a comienzos de abril cuando la Tasa

Gráfico VII.5
ÍNDICE DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (ITI)



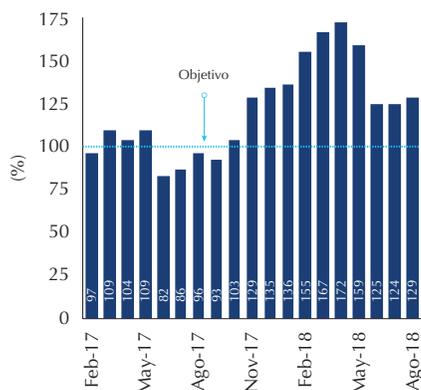
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana.

Representativa del Mercado (TRM) se ubicó en 2,705 pesos por dólar. Es común que se presenten revaluaciones del peso colombiano en el primer semestre del año debido a que el cronograma existente de pago de impuestos corporativos lleva a que se aceleren las monetizaciones de divisas que giran las casas matrices con operaciones en Colombia y por ende a que aumente la oferta de dólares en el mercado local. No obstante, esta apreciación fue más pronunciada de lo que inicialmente esperábamos, conforme desde comienzo de año se empezaron a materializar presiones alcistas en la cotización del crudo que impulsaron tanto una mejora en los términos de intercambio del país, resultante de mayores precios de exportación (Gráfico VII.5), como un incremento en el giro de recursos por concepto de Inversión Extranjera Directa (IED) con destino a actividades petroleras. Adicionalmente, la mayor volatilidad en algunos países emergentes no se reflejó en presiones sobre las primas de riesgo para Colombia ni sobre la cotización de la divisa en el mercado local, las cuales se mantuvieron bajas, dado el parte de tranquilidad que generó en los agentes del mercado los resultados electorales en los cuales se impuso la plataforma política pro-mercado.

La persistencia de la revaluación permitió que el promedio del tipo de cambio se mantuviera cercano a los 2,850 pesos por dólar durante los primeros ocho meses del año. Al respecto, el aumento en el precio del petróleo ha explicado gran parte de la fortaleza relativa del peso frente al dólar, ya que la cesta colombiana de exportación pasó de 42 dólares por barril (dpb) durante los primeros ocho meses del 2017, a 65 dpb en el mismo periodo de 2018 (un aumento de 55%), principalmente como consecuencia de choques de oferta provenientes de Medio Oriente y Venezuela.

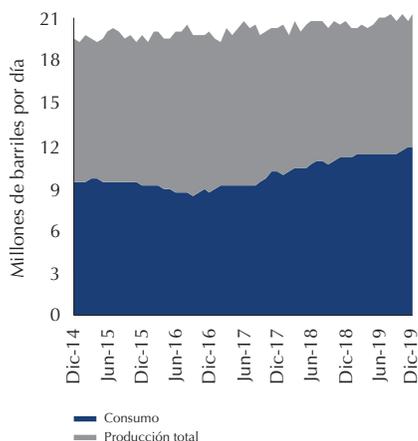
El restablecimiento de las sanciones comerciales por parte de EEUU a Irán, y la sostenida caída en la producción venezolana, explican gran parte del choque de oferta que está presionando la cotización del precio del crudo al alza. En particular, el presidente Trump reversó en mayo acuerdos alcanzados entre Irán y el G5+1 (Estados Unidos, Rusia, China, Reino Unido, Francia y Alemania) en 2015, los cuales consistían en un plan de supervisión para el uso pacífico del potencial nuclear del país árabe, a cambio de permitírsele tener de nuevo acceso a los mercados internacionales de crudo. Sin embargo, la decisión de EEUU de reimponer sanciones administrativas desde noviembre para aquellas firmas con activos en suelo norteamericano que comercien con el régimen iraní no ha sido apoyada por el resto de naciones firmantes del Acuerdo. Adicional a lo anterior, el deterioro de las condiciones sociales en Venezuela mermó la producción del vecino país y presionó a la baja la oferta mundial de crudo; no

Gráfico VII.6

CUMPLIMIENTO RECORTES
ACORDADOS POR LA OPEP

Fuente: Bloomberg.

Gráfico VII.7

BALANCE MERCADO PETROLERO
EN EEUU

Fuente: EIA.

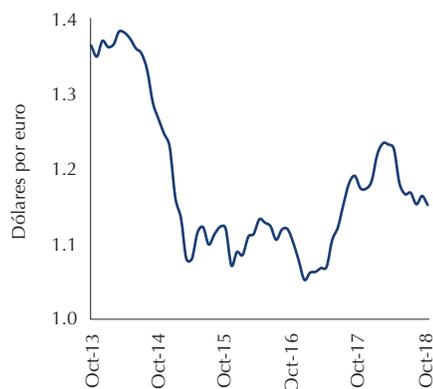
obstante, la OPEP tomó cartas en el asunto y logró sendos acuerdos para que países con capacidad instalada subutilizada suplieran estas reducciones y, de esa manera, mantuvieran contenidos los recortes planificados desde el 2016 (Gráfico VII.6).

Por otro lado, las presiones de demanda sobre los precios del crudo se han mantenido acotadas y expectantes a las proyecciones de crecimiento en EEUU y China, particularmente. En particular, el país norteamericano avanza en el camino de la autosuficiencia energética, en la medida que su producción de crudo se ha duplicado en los últimos 10 años y las perspectivas hacia futuro le ubican como el principal productor mundial de petróleo, por cuenta de la masificación en la utilización de técnicas no convencionales de producción (*fracking*). Sin embargo, por el momento, este país aún es vulnerable a las decisiones de producción que se tomen fuera de sus fronteras, al importar cerca del 50% de sus necesidades de consumo de hidrocarburos (Gráfico VII.7).

Ahora bien, desde mediados de agosto la tendencia del peso colombiano cambió radicalmente y se movió más alineado con los niveles de incertidumbre a nivel internacional. En efecto, el nerviosismo que generó en los mercados la turbulencia interna de Turquía, exacerbada por las tensiones vigentes entre este país y EEUU, junto a una tardía respuesta del Banco Central para conjurar desafíos inflacionarios, fue suficiente para que los mercados emergentes se enfrentaran a presiones cambiarias asociadas a *sell-off* masivos a nivel internacional (ver Capítulo Contexto Externo). Fue tan fuerte este choque, que países emergentes con fundamentales menos sólidos como Argentina, vieron depreciaciones por encima del 100% en su moneda y, revelaron la persistencia y acumulación de vulnerabilidades financieras en el país austral, a pesar del viraje político que hubo en 2015 y que se tradujo en la aplicación de políticas económicas ortodoxas a favor de la inversión privada sin que hasta el momento hayan tenido resultados destacados o, incluso, diametralmente mejores respecto a los de la administración anterior. Tampoco fue menor el impacto que generó el acuerdo de la coalición italiana de Gobierno en torno a la fijación de un déficit fiscal de 2.4% del PIB en 2019, a pesar de las recomendaciones de la Comisión Europea y del mismo Ministro de Finanzas del país de definir una senda más comprometida de ajuste hacia niveles de 0.8% del PIB para el próximo año.

En efecto, Italia se ha configurado como una amenaza seria para la estabilidad del bloque europeo dada su importancia en el comercio regional, así como por las desvalorizaciones en los portafolios de los tenedores de deuda de aquel país. Esta situación generó presiones

Gráfico VII.8
 EVOLUCIÓN DEL EURO



Fuente: Bloomberg.

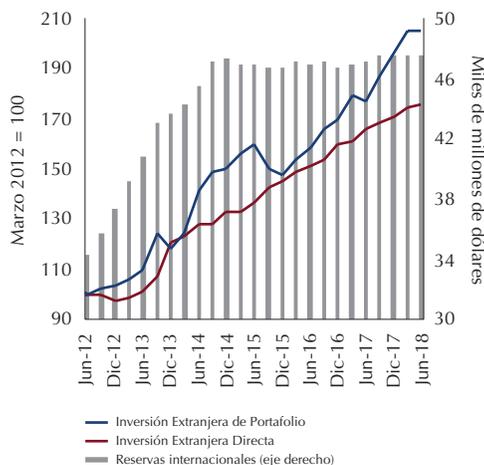
devaluacionistas sobre el euro y reflejó la desconfianza que genera en los inversionistas una normalización de la política monetaria en el bloque, sin que se hayan logrado consensos clave respecto a los balances fiscales de cada país (Gráfico VII.8). Al respecto, dentro de los desafíos más importantes que no ha podido sortear el proyecto de integración regional, es el relacionado con la autonomía que tiene cada miembro para administrar sus cuentas fiscales, en contraposición a la coordinación monetaria que encabeza el BCE.

Un elemento transversal, y persistente durante todo el año, ha sido el escalamiento de las tensiones comerciales (ver capítulo Contexto Externo). La decisión del presidente Trump de imponer tarifas arancelarias a las importaciones de aluminio y el acero, del orden del 10% y 25% respectivamente, generó toda clase de tensiones en el marco de las relaciones bilaterales y multilaterales de este país. Fue notoria, en particular, la presión ejercida por el presidente Trump para alcanzar una actualización del Acuerdo de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA, por sus siglas en inglés), a cambio de congelar imposiciones arancelarias a Canadá y México. Por otro lado, esta medida fue utilizada y profundizada mediante el redoble de tarifas, por parte de la administración federal, para presionar a Turquía con el objetivo de lograr la liberación del pastor norteamericano detenido en ese país euroasiático. En contraposición, las amenazas comerciales hacia la Unión Europea han sido menos agresivas e, incluso, se han ido desescalando en la medida que se lograron acuerdos en materia de comercio de metales y vehículos de origen europeo.

Capítulo aparte han tenido las tensiones comerciales entre EEUU y China. La relación comercial se ha venido deteriorando a tal punto que las tarifas arancelarias impuestas por el país norteamericano al gigante asiático han abarcado más de 200 mil millones de dólares en productos particularmente manufactureros, con tarifas entre el 10% y el 25%; por su parte, China ha replicado con medidas similares para un universo de productos norteamericanos, agrícolas en gran parte, por el orden de 160 mil millones de dólares. Ahora bien, China ha impulsado acuerdos multilaterales con otros países para facilitar el acceso de éstos a su mercado. Precisamente una de las premisas chinas más recientes se ha basado en el aprovechamiento de los mecanismos de globalización y liberalización económica que hagan frente al rampante proteccionismo comercial que empezó a hacer carrera en Occidente.

Colombia no ha sido ajena a estas medidas proteccionistas y sus exportaciones de metales hacia EEUU se han visto afectadas luego de que este país no otorgara las prerrogativas comerciales a las

Gráfico VII.9
POSICIÓN DE INVERSIÓN
INTERNACIONAL



Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana.

que aspiraba en conformidad con el relacionamiento bilateral que históricamente han tenido las dos naciones (ver capítulo Contexto Externo).

Es precisamente, el avance del proteccionismo comercial y la exacerbación de vulnerabilidades externas son los factores que han generado un incremento en los niveles de aversión al riesgo internacional por parte de inversionistas extranjeros. Así mismo, este fenómeno se ha presentado en un momento en el cual el endurecimiento de las condiciones monetarias ha llevado a una relocalización de los flujos desde economías emergentes hacia países desarrollados con menores primas de riesgo. En particular, la hoja de ruta que ha trazado la Fed ha propiciado valorizaciones de la parte corta de la curva de los tesoros, llevando a que el diferencial de rendimientos entre los papeles de dos y diez años empiece a estrecharse. Este fenómeno, conocido como *flight to quality*, es altamente nocivo para economías emergentes con marcadas vulnerabilidades externas, tales como: i) niveles subóptimos de reservas internacionales; ii) inexistencia de colaterales, como la Línea de Crédito Flexible (LCF) que poseen Colombia y México con el Fondo Monetario Internacional (FMI); iii) déficits en cuenta corriente desfinanciados, y; iv) amplios descalces cambiarios; v) tipos de cambio fijos o semiflexibles en países con mercados locales sin la suficiente solidez y profundidad en sus mercados de capitales que permitan afrontar salidas masivas de flujos, sin tener que recurrir a controles de capital.

Luego del choque sobre las cuentas fiscales y externas del país que generó la caída en los precios del petróleo, Colombia ha venido reduciendo su déficit en cuenta corriente debido, principalmente, a una mejora en los términos de intercambio asociado a mayores precios de exportación. Así mismo, la renovación en 2018 de la LCF con el FMI por 11.4 mil millones de dólares, le permitirían a Colombia financiar presiones cambiarias por el orden de 58 mil millones de dólares, dado que las reservas internacionales del país se ubican en niveles cercanos a 47 mil millones de dólares. Se destaca también que, aunque los niveles de reservas son en este momento lo suficientemente holgados para afrontar presiones financieras de corto plazo, el BanRep ha retomado el programa de acumulación de reservas mediante opciones put con el propósito de anticiparse a una eventual reducción en el monto de la LCF dispuesto por el FMI para el país, máxime cuando desde 2014 las reservas internacionales del país se han mantenido prácticamente inalteradas (Gráfico VII.9).

Dados los anteriores elementos, **el promedio del tipo de cambio en 2018 se ubicará cerca de 2,900 pesos por dólar**, en línea con los

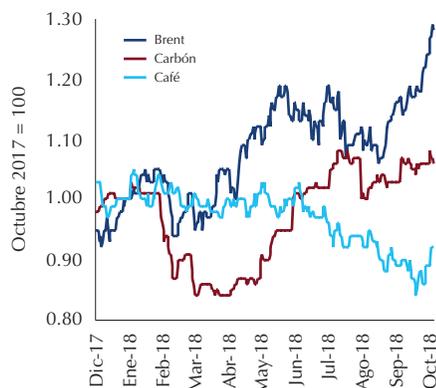
que anticipamos un año atrás (ver “Mercado Cambiario: Sin margen de error” en Informe Anual - Diciembre 6 de 2017). Sin embargo, el balance de riesgos ha cambiado y hay una mayor probabilidad de que se presenten escenarios de depreciación en detrimento de los de apreciación. En efecto, **un endurecimiento de las condiciones financieras en países avanzados que aceleren la relocalización de flujos hacia estos países, un recrudecimiento en las tensiones comerciales que impacten el crecimiento de la economía mundial y, con ello, lleven a desaceleraciones de la demanda mundial por materias primas, junto a un incremento en los niveles de aversión al riesgo internacional, podrían presionar el tipo de cambio de Colombia hacia niveles superiores a 3,000 pesos por dólar.**

Perspectivas para 2019

La evolución futura del peso colombiano dependerá de la persistencia y profundización de las condiciones que explicaron su comportamiento en la última parte del presente año. Creemos que tres elementos explicarán la dinámica de flujos de divisas el próximo año, y con ello, la cotización de ésta en el mercado local: i) endurecimiento de las condiciones monetarias en economías avanzadas; ii) niveles de incertidumbre asociados a la profundización tanto de la guerra comercial como de los desbalances macroeconómicos de ciertas economías, y; iii) cotización y evolución de los principales *commodities* de exportación del país, en particular el petróleo (Gráfico VII.10).

Para el próximo año, los agentes del mercado esperan tres aumentos de tipos por parte de la Fed, de acuerdo con mediciones de probabilidad implícita del mercado de deuda. Creemos que la Fed aumentará dos veces su tasa en 2019, luego del aumento de 25 pbs en diciembre de 2018, dado el buen desempeño de la economía asociado, en gran parte, al impulso fiscal que dio la administración Trump. Así mismo, aun cuando no existe un cronograma explícito para que la Fed reduzca su hoja de balance recogiendo liquidez, si se empieza a evidenciar una menor base monetaria en la medida que las emisiones de deuda del Gobierno para financiar su amplio programa fiscal, no están acompañadas de renovadas expansiones monetarias (ver capítulo Contexto Externo). Esperamos que lo anterior genere más presiones sobre la curva de los tesoros y con ello se acelere el retorno de flujos hacia EEUU desde países emergentes, en particular desde mercados emergentes en donde sus papeles soberanos propicien la suficiente atracción a inversionistas en términos de rentabilidad y riesgo, como se observó en gran parte de 2018.

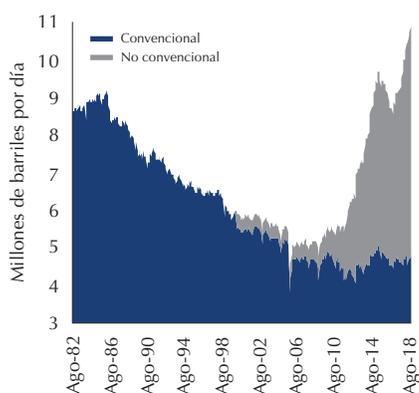
Gráfico VII.10
 PRECIO DE COMMODITIES DE EXPORTACIÓN



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico VII.11

PRODUCCIÓN DE PETRÓLEO EN EEUU
SEGÚN TIPO DE YACIMIENTO



Fuente: EIA.

Por otro lado, un aumento en los niveles de incertidumbre a nivel internacional supone un redireccionamiento de flujos hacia activos de refugio como el dólar, el yen y el oro. Como mencionamos, la profundización de la guerra comercial entre EEUU y China, así como la ampliación de los desbalances macroeconómicos en Turquía, Italia, Brasil y Argentina, podrían alentar nuevos episodios de alta volatilidad, así como valorizaciones de los activos refugio mencionados. Este escenario es altamente adverso para economías con importantes descalces cambiarios o con desbalances externos sin financiación. Por lo anterior, **con la corrección en cuenta corriente que ha mostrado Colombia en lo corrido del año, proyectamos que el déficit se ubique en niveles de 3.1% del PIB en 2018 y 2019**, permitiendo que se reduzcan los niveles de vulnerabilidad externa del país, así como la exigencia sobre flujos que se contabilizan en la cuenta de capital y que garantizan la financiación del desbalance. Así mismo, es menester que el país siga avanzando en la concreción de alternativas para hacer más profundo y líquido el mercado de capitales local, por cuanto permitiría la difusión de más y mejores herramientas de gestión de riesgo cambiario por parte de empresas del sector real con dificultades para acceder a este tipo de instrumentos.

La guerra comercial entre EEUU y China podría extenderse durante 2019, si las partes no logran avanzar en una agenda bilateral basada en acuerdos, como ya lo han mencionado organismos multilaterales como el FMI. Este escenario es altamente adverso para países como Colombia en la medida que el proteccionismo atenta contra el desempeño económico y, con ello, podría generar una desaceleración en la demanda por materias primas importantes como el petróleo y el carbón. Por otro lado, la incapacidad de la coalición de Gobierno italiano para lograr acuerdos en materia fiscal, junto a una prolongación en los desbalances macroeconómicos de Turquía, han venido siendo incorporados por varios analistas que ven presiones importantes sobre el euro e, incluso, monedas emergentes. En Latinoamérica, Argentina seguirá siendo un foco de volatilidad a menos que el Gobierno no logre conjurar la desaceleración económica en un entorno de elevada inflación y tasas de interés altamente restrictivas para la inversión y el consumo; por su parte, Brasil continuará afrontando un alto déficit fiscal que podría ser resuelto mediante una reforma pensional que reduzca la presión sobre el balance primario del país (ver “Recuadro. Desafíos emergentes”).

Finalmente, el precio del petróleo en 2019, de acuerdo con algunos analistas, se mantendrá por encima de los escenarios más

Gráfico VII.12
 INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA - IED
 (AÑO MÓVIL)



Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana.

optimistas que se plantearon a principios de este año. En efecto, la persistencia de los choques de oferta provenientes de Medio Oriente y Venezuela seguirán presionando el precio al alza; así mismo, la expectativa de una aceleración en la producción no convencional en EEUU (Gráfico VII.11), podría disminuir en la medida que no se logren conjurar cuellos de botella en el transporte de crudo. Por lo anterior, esperamos que el precio del crudo se ubique por encima de las proyecciones del GNC (ver Recuadro “Precios del petróleo en 2019”), permitiendo que mejoren las perspectivas respecto al flujo de divisas procedentes del sector de hidrocarburos dados los incrementados precios de exportación y mayores inversiones para el desarrollo de infraestructura para exploración y producción (E&P); lo anterior, permitiría amortiguar parte de las presiones externas al garantizar una mayor oferta de divisas en el mercado local. Así mismo, un avance en una política pública que permita la producción no convencional de crudo en el país favorecería el tipo de cambio, en la medida que garantizaría flujos adicionales de divisas dada la necesidad de inversiones para desarrollos en infraestructura inexistente en el país para este tipo de técnicas (Gráfico VII.12).

En resumen, el balance de riesgos apunta a una depreciación del tipo de cambio en 2019, respecto a 2018. Esperamos niveles de 2,980 pesos por dólar, tanto promedio como fin año. Si bien el perfil externo del país ha mejorado, y los altos precios del crudo favorecerían la oferta de divisas en el país, consideramos que la alta volatilidad internacional, en un marco de endurecimiento en las condiciones de liquidez global, seguirá siendo una fuente de presión para el mercado cambiario. Los niveles de riesgo país, medidos a través de los CDS se encuentran en niveles bajos y estables, reflejando la confianza que genera en los inversionistas la cotización alcista en el precio del crudo, así como la resiliencia de Colombia que fue puesta a prueba durante los últimos cuatro años. Por lo anterior, creemos que se mantendrá baja la correlación entre los niveles de riesgo país y el tipo de cambio, de manera que esperamos que se presenten episodios de volatilidad importantes junto a una tendencia devaluacionista del peso colombiano.

El desafío para Colombia consiste en seguir ajustando sus cuentas fiscales y externas, y con ello hacer la tarea de un alumno aplicado (ver Capítulo Posición fiscal). Consideramos que el país seguirá altamente expuesto a un entorno internacional desafiante, sin embargo, confiamos en que las medidas macroprudenciales adelantadas en los últimos cuatro años le permitirán sortear la acumulación de vulnerabilidades externas que hemos visto durante los últimos meses.

Cuentas externas: ajuste en pausa

El grado de vulnerabilidad de un país se ha asociado en múltiples oportunidades con la persistencia de desbalances fiscales y externos que limitan la capacidad de maniobra de una economía. Es decir, para su diagnóstico se recurre por lo general a dos síntomas muy particulares: balance fiscal y balance en cuenta corriente. Para el primero, el Gobierno Nacional se ha comprometido con una senda decreciente de déficit llamada Regla Fiscal, lo que supone estrategias tendientes a aumentar los ingresos, reducir los gastos, o una combinación de ambos (ver Capítulo Posición Fiscal). Por su parte, para el balance en cuenta corriente preocupa su persistencia en niveles negativos (déficit), pues implica un esfuerzo continuo del país por encontrar recursos que permitan cubrir operaciones no financieras, en este caso, de Colombia con el resto del mundo.

A continuación, repasamos la dinámica que ha mostrado la Balanza de Pagos en lo corrido del año, así como la que podría tener en 2019. Enseguida analizamos la evolución reciente de sus fuentes de financiamiento y las perspectivas que en materia de flujos esperamos para el 2019. Lo anterior en un contexto de endurecimiento de las condiciones financieras globales junto a altos niveles de aversión al riesgo hacia emergentes.

La reducción del déficit en cuenta corriente hacia niveles del 3.6% del PIB en el primer semestre del año, menor en 0.4 puntos porcentuales (p.p.) frente al mismo periodo del año anterior, sugiere que se han conjurado algunos riesgos externos y que continúa el proceso de ajuste de la economía (Cuadro VII.1). La aceleración en el crecimiento económico –para el presente año estimamos 2.8%, superior en 1 p.p. cuando le comparamos frente al año anterior–, así como una apreciación cambiaria del peso colombiano (en 2017 el promedio del tipo de cambio fue de 2,951 pesos por dólar mientras que para el presente año estimamos que estará levemente por encima de 2,900) han jugado a favor de la corrección del desbalance externo en términos relativos al PIB, no obstante, tanto la reducción en el déficit de la balanza comercial como el mayor giro de remesas hacia el país, de colombianos en el exterior, son las razones que explican el ajuste nominal. Por su parte, el mayor dinamismo económico del país ha acelerado, en contraposición, los egresos de rentas factoriales, lo que a la postre presiona el ajuste.

El déficit comercial de bienes y servicios mostró una importante corrección en el acumulado del primer semestre del año, llevando a que el desajuste se redujera 23.5% respecto al mismo periodo de

Cuadro VII.1
BALANZA DE PAGOS DE COLOMBIA

Concepto	Millones de dólares				% del PIB		
	1S2018	2018	2019	Δ	1S2018	2018	2019
Cuenta corriente	(5,991)	(10,315)	(10,685)	(370)	-3.6	-3.1	-3.1
Balanza comercial de bienes	(2,108)	(2,431)	(2,279)	152	-1.3	-0.7	-0.7
Exportaciones	21,623	45,429	47,178	1,749	13.1	13.5	13.6
Importaciones	23,731	47,860	49,457	1,597	14.4	14.2	14.3
Balanza de servicios	(1,776)	(4,015)	(4,104)	(89)	-1.1	-1.2	-1.2
Exportaciones	4,534	9,025	8,954	(71)	2.7	2.7	2.6
Importaciones	6,311	13,039	13,057	18	3.8	3.9	3.8
Renta de factores	(5,538)	(11,006)	(11,699)	(694)	-3.4	-3.3	-3.4
Ingresos	2,969	5,830	5,805	(24)	1.8	1.7	1.7
Egresos	8,507	16,835	17,504	669	5.2	5.0	5.1
Transferencias	3,432	7,136	7,396	260	2.1	2.1	2.1

Fuente: BanRep.

2017. El 94% de esta corrección fue explicada por los cambios en la balanza comercial de bienes, asociados a una recuperación en los precios de exportación de materias primas clave como petróleo y carbón.

En efecto, el precio de exportación de la cesta colombiana de crudo tuvo una variación anual de 40%, al pasar de un promedio de 45 dólares por barril (dpb) entre enero y septiembre de 2017, a 63 dpb en el mismo periodo de 2018. Lo anterior compensó una reducción en el volumen exportado, que según nuestras estimaciones pasó de 646 mil barriles diarios de petróleo (bpd) en el primer semestre de 2017 a 567 mil bpd en el mismo periodo del año en curso. Situación similar se registró con el carbón, cuyo precio aumentó 22.9%, mientras que el volumen exportado se redujo 1.9%.

Por su parte, el déficit de la balanza comercial de servicios disminuyó en 76 millones de dólares, al pasar de 1,853 millones de dólares en la primera mitad de 2017 a 1,776 millones de dólares entre enero y junio de 2018, debido principalmente al mayor gasto de turistas extranjeros. En cuanto a las transferencias corrientes, estas aumentaron 386 millones de dólares en el periodo de análisis, explicado particularmente por remesas de colombianos en el exterior.

Dentro de los elementos que limitaron una mayor corrección del déficit destacamos la aceleración en el flujo de egresos asociado a rentas factoriales y el mayor dinamismo de las importaciones. En efecto, las compras externas de bienes intermedios y de capital

reflejaron el mayor optimismo empresarial, plasmado en los valores positivos del Índice de Confianza Industrial (ICI) durante 2018, en contraste con lo evidenciado el año pasado cuando se mantuvo consistentemente en terreno negativo. Lo anterior llevó a una aceleración en el crecimiento de las importaciones en dólares, a 8.5% durante los primeros seis meses del año, frente a 2017.

Así mismo, los egresos netos asociados a la renta de factores han crecido 39.5% en este periodo de tiempo, frente a 2017. Gran parte de este aumento está relacionado con las ganancias estimadas de empresas con Inversión Extranjera Directa (IED) en Colombia (58.7%), así como con el mayor pago de dividendos y de intereses por inversiones extranjeras de portafolio (29.6%). Lo anterior está en línea con la dinámica positiva de la actividad económica local, en particular la asociada al sector de hidrocarburos, tanto en términos de resultados como de capitalización bursátil.

Los flujos de la cuenta financiera se ubicaron en 3.4% del PIB en el primer semestre del año, lo que garantiza la financiación del desbalance externo asociado a la cuenta corriente. Dentro de los rubros que explican la evolución, se resalta que la IED continuó con una dinámica positiva y aumentó, en términos anuales, 15% en la primera mitad de 2018, particularmente explicado por el sector petrolero que, de la mano de la cotización al alza del crudo, siguió recuperando terreno y ascendió al 30% del total de la IED. Al desagregar por su naturaleza, se destaca que el 41% de los ingresos corresponden a reinversión de utilidades que en (en su momento se constituyeron como egresos factoriales), el 33% a nuevos aportes de capital, y el 26% a deudas entre empresas con relación de inversión directa. Lo anterior ayudó a compensar la disminución de

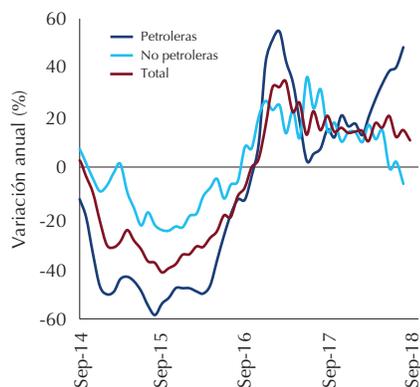
Cuadro VII.2

CUENTA FINANCIERA DE LA BALANZA DE PAGOS

Concepto	Millones de dólares				% del PIB		
	1S2018	2018	2019	Cambio	1S2018	2018	2019
Cuenta financiera	(5,550)	(10,026)	(11,121)	(1,095)	-3.4	-3.0	-3.2
IED	(4,278)	(9,001)	(10,037)	(1,036)	-2.6	-2.7	-2.9
Inversión de portafolio	2,285	3,424	2,039	(1,386)	1.4	1.0	0.6
Otros	(3,557)	(4,449)	(3,123)	1,326	-2.2	-1.3	-0.9
Derivados	(166)	(246)	(106)	140	-0.1	-0.1	0.0
Otras inversiones	(3,678)	(4,788)	(3,608)	1,180	-2.2	-1.4	-1.0
Activos de reserva	286	584	590	7	0.2	0.2	0.2

Fuente: BanRep.

Gráfico VII.13
 EXPORTACIONES COLOMBIANAS PM3



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

3,417 millones de dólares en los flujos asociados a inversiones de portafolio, como resultado de pagos de bonos emitidos en el exterior tanto por el sector público como el privado (80%), así como por las ventas netas de títulos valor locales en manos de extranjeros (20%).

Para lo que resta del año esperamos que el déficit en cuenta corriente esté alrededor de 3.1% del PIB, nivel en el que se mantendría en 2019. Lo anterior estaría asociado principalmente al ajuste en la balanza comercial de bienes y servicios, así como al aumento de remesas de trabajadores colombianos en el exterior.

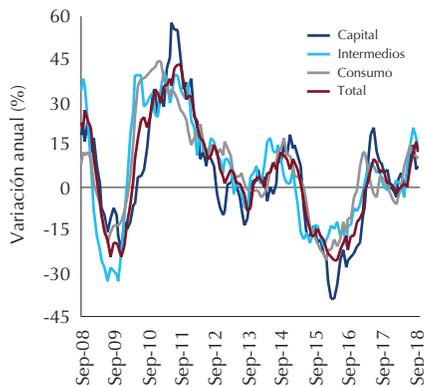
Soportando lo anterior, las exportaciones de bienes aumentaron 3.8% en términos anuales (a/a) acumulados a septiembre, debido a la buena dinámica de las exportaciones tradicionales, en particular el petróleo. El mayor valor de las exportaciones colombianas de crudo durante 2018 ha estado asociado a una recuperación de los precios internacionales que se refleja, también, en una mejora en los términos de intercambio del país (ver capítulo Mercado cambiario: Sube la marea). De mantenerse el precio del crudo en niveles similares a los observados en promedio durante 2018, así como la tendencia creciente en el volumen exportado, esperamos que el déficit en cuenta corriente 2019 pueda permanecer en niveles similares a los actuales (Gráfico VII.13).

El crecimiento económico de los socios comerciales de Colombia juega un papel importante para la demanda tanto de bienes no tradicionales, como de exportaciones de servicios, medidas a través del gasto de visitantes extranjeros y el flujo de remesas hacia el país. En este sentido, la buena dinámica de crecimiento en EEUU (ver Capítulo de Contexto Externo) tendría impactos positivos adicionales en el ajuste en cuenta corriente, conforme su importancia superlativa en materia comercial, turística y en el origen de remesas.

No obstante, la aceleración en el flujo de egresos asociado a rentas factoriales, el mayor dinamismo de las importaciones y una depreciación cambiaria que aumente el valor nominal del déficit en pesos colombianos, podrían retrasar el ajuste de las cuentas externas. En primer lugar, desde mediados de agosto el tipo de cambio ha venido cotizando al alza y se ubica en niveles por encima de 3,150 pesos por dólar, más de 9% por encima del promedio de los primeros ocho meses del año.

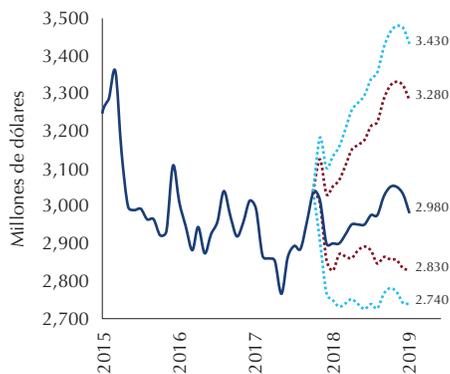
De esta forma, nuestro escenario base contempla que la tasa de cambio corregiría desde los niveles actuales, especialmente en los primeros meses de 2019 –asociado con la monetización de divisas

Gráfico VII.14
IMPORTACIONES POR TIPO DE BIEN PM3



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico VII.15
PROYECCIÓN TIPO DE CAMBIO



Fuente: DANE. Proyección: Corficolombiana.

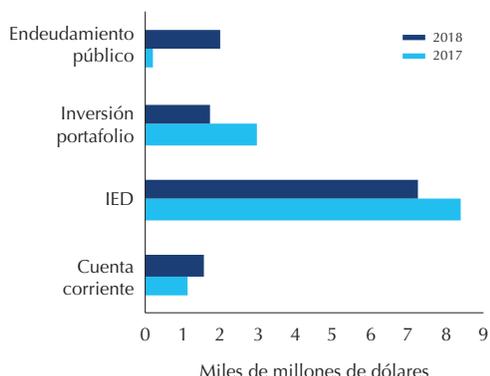
para el pago de impuestos—. En ese orden de ideas, esperamos un promedio de 2,980 pesos por dólar en 2019, aunque mantenemos un sesgo al alza dado que la probabilidad de que se materialicen algunos de los riesgos externos no es despreciable (ver Capítulo de Contexto Externo) (Gráfico VII. 15).

Un repunte en las importaciones asociado a una mayor dinámica de la economía colombiana, podría posponer este ajuste (Gráfico VII. 14). Sin embargo, creemos que esta situación es poco probable, dado los efectos adversos de la reforma tributaria sobre la economía (ver Capítulo de Perspectiva Macroeconómica) y el encarecimiento de los bienes importados como consecuencia de la devaluación del peso. En particular, una depreciación persistente del tipo de cambio desincentivaría las importaciones y la remisión de rentas factoriales, conforme se encarecen en pesos las compras externas y se reduce el monto en dólares de los egresos cuando lo monetizan las casas matrices.

Por otro lado, las perspectivas sobre la financiación del déficit en cuenta corriente son positivas. Esperamos que los flujos de IED continúen creciendo en 2019 de la mano de: i) precios del crudo que siguen siendo favorables para las cuentas del país e incentivan inversiones de capital en el sector de hidrocarburos (ver “Recuadro. Precios del petróleo en 2019: incertidumbre al mando”) y ii) la posibilidad de que se pueda invertir en nuevos proyectos de Exploración y Producción (E&P), en línea con la expectativa que ha generado la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH) en torno a retomar los procesos de asignación de áreas. Así mismo, los proyectos de producción costa afuera –aunque persiste la incertidumbre respecto a la realización actividades exploratorias en yacimientos no convencionales– volverían a impulsar el gasto de capital del sector. Vale la pena señalar que el presupuesto de las empresas para 2019 crecería de forma importante, como resultado de la situación de caja positiva de este año y de las perspectivas de precios que son similares a los de 2018.

Respecto a los flujos de inversión de portafolio, Colombia ha empezado a evidenciar una mayor exposición ante la volatilidad externa en el segundo semestre de 2018, lo que ha afectado el flujo hacia el país de este tipo de inversiones. Por lo anterior, el desafío para la economía es, por un lado, mantener condiciones atractivas para estos activos y evitar episodios de ventas masivas como los observados en varios mercados emergentes durante el 2018. De hecho, el mercado local de divisas se vio altamente estresado con salidas de flujos en los últimos meses, particularmente entre mayo y

Gráfico VII.16
 EVOLUCIÓN BALANZA CAMBIARIA
 (Acumulado noviembre 2)



Fuente: BanRep.

julio, cuando se registraron egresos de 1,147 millones de dólares, de acuerdo con las cifras de balanza cambiaria (Gráfico VII. 16).

En conclusión, creemos que las correcciones de los desbalances externos continuarán por el camino correcto, aunque los riesgos asociados han aumentado recientemente y la incertidumbre es alta. Consideramos que la evolución de la Balanza de pagos está en línea con el proceso de ajuste de la economía, aunque su evolución futura está condicionada a episodios externos sobre los que el país no tiene control (ver Capítulo de Contexto Externo), así como a la solidez de su situación fiscal, lo cual dependerá de la suerte de la Ley de Financiamiento que se discute actualmente en el Congreso (ver Capítulo de Posición Fiscal).

EL MERCADO CAMBIARIO EN COLOMBIA

Jose Luis Hernández

El mercado cambiario local se ha visto beneficiado en los últimos años por la profesionalización de los agentes intervinientes, la irrupción de nuevas tecnologías y la actualización normativa para conciliar su dinámica con las tendencias internacionales. Con ello en vista, y dada la actual coyuntura externa en la que prima la alta volatilidad en variables financieras como resultado de los mayores niveles de aversión al riesgo, particularmente de inversionistas hacia mercados emergentes, y que han supuesto impactos en variables macroeconómicas con posibles contingencias de naturaleza cambiaria, consideramos relevante hacer una caracterización del mercado cambiario colombiano.

La plataforma

La tenencia de divisas por parte de un agente le garantiza protección ante movimientos adversos provenientes del exterior (función defensiva) y, también, le permite adherirse en la economía mundial mediante intercambios internacionales tanto de bienes y servicios, como de inversiones (función transaccional). Con lo anterior en la mira, en el mercado colombiano existen tres claros agentes que mueven los flujos de divisas: los extranjeros (el *off-shore*), los vigilados por la Superintendencia Financiera (o institucionales) y los del sector real.

El *off-shore* se encarga de monetizar las inversiones del exterior que provienen de bancos internacionales, fondos de capital privado, inversión extranjera directa o de portafolio. La posición que tome este agente sirve de alerta temprana ya que podría revelar los inicios de una tendencia del tipo de cambio, o la finalización de la misma. Dada su creciente participación en el mercado local, sus posturas le permiten a los agentes locales evidenciar la forma como los inversionistas del exterior ven al país, con base en el relacionamiento continuo de este tipo de agentes con calificadoras de riesgo.

Dentro de los agentes **vigilados** encontramos a los fondos de pensiones, las fiduciarias y las aseguradoras, entre otros, cuyo propósito es invertir en activos que les generen la mayor rentabilidad posible con el menor riesgo, ya sea en Colombia o en el exterior (de allí, su incidencia sobre el mercado de divisas). Suelen tener estrategias de largo plazo.

En el conjunto del **sector real**, desde el punto de vista de los agentes intervinientes en el mercado cambiario, confluyen tanto importadores como exportadores de bienes y servicios de nuestro país. Este tipo de agentes se han profesionalizado en el conocimiento de estrategias cambiarias, así como en los fundamentales sobre los riesgos asociados. Al igual que el *off-shore*, los movimientos de estos agentes son alertas tempranas para indicar cambios de tendencia, no obstante que responden a causas distintas (en este caso a necesidades puntuales de sectores económicos). Dentro del conjunto de actores que interactúan en este apartado, destacamos los relacionados con las actividades de petróleo, café y flores como ofertantes de divisas, mientras que por el lado de la demanda encontramos los relacionados con importaciones de bienes con alto componente industrial.

Si bien estos son los actores que explican el origen y el destino de las divisas, para poder intercambiarlas deben recurrir a un mecanismo centralizado, el cual es operado por los **Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC)**, entre los que están: bancos comerciales, corporaciones financieras, compañías de financiamiento comercial,

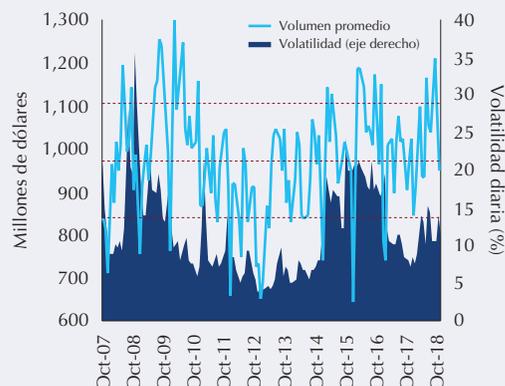
sociedades comisionistas de bolsa y casas de cambio. A través del **sistema de negociación de divisas de la Bolsa de Valores de Colombia, denominado SET-FX**, los IMC actúan de acuerdo con las decisiones de los agentes, así como con las necesidades de su posición propia.

La negociación de operaciones a través del sistema SET-FX funciona los días hábiles entre las 8:00 a.m. y la 1:00 p.m. para operaciones *spot* (es decir, con cumplimiento el mismo día) y hasta las 4:30 p.m. para aquellas con cumplimiento *next-day*. A través de esta plataforma es posible registrar también los cubrimientos de instrumentos financieros derivados como *forwards* (particularmente sin entrega física o *non-delivery*), opciones y *swaps*, cuyo uso está relacionado, principalmente, con la gestión de riesgos financieros y son consecuencia, entre otras cosas, de la existencia de un régimen cambiario con flotación (Gráfico VII.17). Los instrumentos derivados se han venido masificando en el mercado local en la medida que permiten una cobertura cambiaria sin necesidad de intercambio físico de divisas, garantizando una compensación para el agente en caso de presentarse descalces cambiarios que afecten su estado de pérdidas y ganancias (P&G). En este sentido, **son los IMC quienes asumen el riesgo cambiario que no quiere tener el sector real**, a cambio del pago de una tarifa (prima, puntos *forward*, etc.), mediante la garantía de la fijación de un nivel o de un rango de tipo de cambio sobre el cual se activará la compensación antes descrita.

En cuanto a los sistemas de información y transacción usados para la negociación de divisas entre los IMC y el resto de agentes del mercado, destacamos a Bloomberg y Reuters, dado que permiten la interacción entre agentes locales con los del exterior para el mercado a la vista *Over the Counter (OTC)*, en el cual se negocian bilateralmente las condiciones de cada transacción. Pese a lo anterior es una obligación de los agentes registrar todas las negociaciones a través de la plataforma SET-FX, como ya mencionamos.

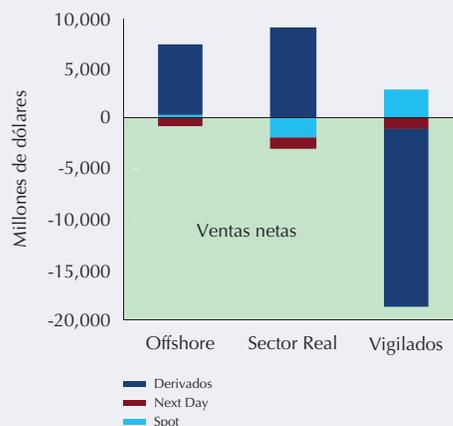
En términos nominales, en el mercado cambiario local se negocian un promedio de 970 millones de dólares al día, cifra que ha permanecido más o menos estable en los últimos 12 años (Gráfico VII. 18). Esta cifra está por debajo de mercados como el chileno (donde se operan 1,200 millones de dólares al día), el mexicano (16,000 millones de dólares al día) y el brasilero (18,000 millones de dólares al día). Respecto a la parsimonia con la que ha evolucionado el mercado colombiano, en términos de volumen, consideramos que se debe posiblemente al aumento en las operaciones a futuro que permiten un mayor apalancamiento (*forwards*, opciones, *swaps*, entre otros), en detrimento del mercado al contado (*spot*), así como por la existencia de un único sistema centralizado de compraventa de divisas, el SET-FX.

Gráfico VII.17
 VOLUMEN DIARIO DE NEGOCIACIÓN
 MERCADO CAMBIARIO



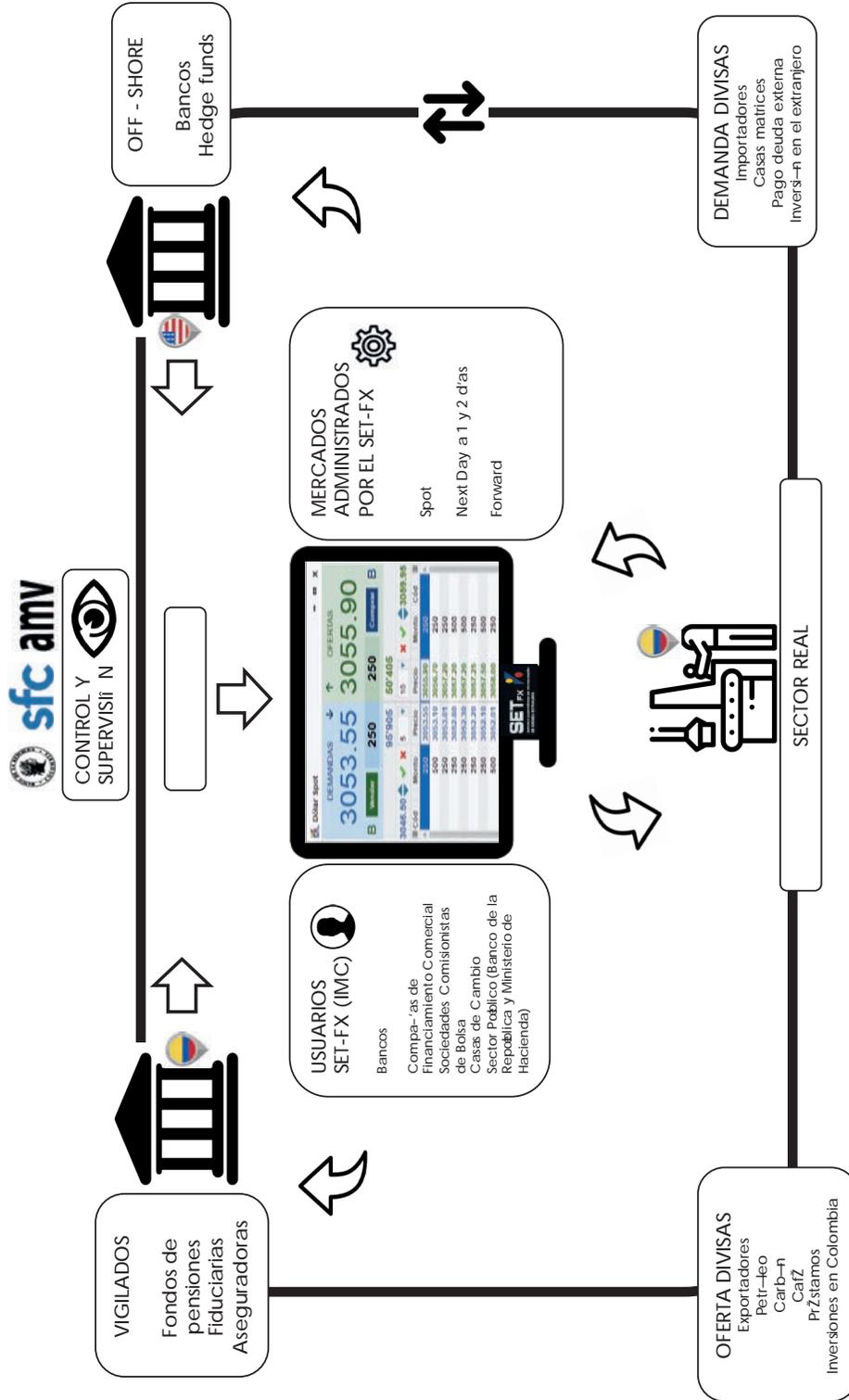
Fuente: Bloomberg.

Gráfico VII.18
 COMPOSICIÓN POR AGENTES
 MERCADO CAMBIARIO



Fuente: SET-FX.

Gráfico VII.19



Dentro del conjunto de estrategias macroprudenciales implementadas en el país, se destaca la rigurosa actualización y supervisión del mercado por parte de entidades reguladoras como el BanRep y la Superintendencia Financiera. En particular, la autoridad monetaria ha hecho un esfuerzo importante por dotar de herramientas operativas a los agentes del mercado en un contexto de profesionalización e innovación financiera; por su parte, la Superintendencia hace un control normativo y propende por el uso de las mejores prácticas en pos de garantizar un mercado eficiente y transparente.

Futuro y desafíos

A la par de la profesionalización de los agentes, las herramientas tecnológicas han venido abriéndose camino en un mercado cada vez más sofisticado. Hacia futuro veremos la irrupción de nuevos elementos como las denominadas *fintech*, el uso de algoritmos por parte de los IMC para la toma de posición y la digitalización de las operaciones desde el *back* hasta el *front office*. Por ejemplo, para el mercado colombiano los IMC ya vienen trabajando para implementar dentro del Set-FX un módulo para el desarrollo de algoritmos, vigilado muy de cerca por el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV).

En ese sentido, Colombia ha dado pasos hacia la promoción de una integración del sector financiero con empresas tecnológicas que permitan la provisión de productos financieros que utilicen soluciones tecnológicas, ya sea a través de canales transaccionales en línea o de plataformas centralizadas como las que observamos en el mercado cambiario. También hay que mencionar que, a pesar de la escasa regulación, el uso de productos tecnológicos para efectuar transacciones (criptomonedas) debería continuar evolucionando y adaptándose a las nuevas tendencias.

Por otro lado, si bien las autoridades reguladoras han actuado de manera oportuna para actualizar el mercado cambiario local de acuerdo a las tendencias más recientes a nivel internacional, es menester que se continúe garantizando un marco normativo moderno y en muchos aspectos proactivo. Por lo anterior, es oportuno plantear algunos desafíos a manera de interrogantes:

¿Debería cambiar el cumplimiento de las operaciones *spot*? Actualmente es t+0 pero se ha sugerido cambiarlo a t+1 o t+2 como se utiliza a nivel mundial y supondría acabar con las operaciones *next-day* como las conocemos hoy en día.

¿Será necesario la inclusión de nuevos sistemas de intercambio de divisas diferentes al Set-FX para eliminar el monopolio y de cierta forma un riesgo sistémico? Por ejemplo, se podrían implementar sistemas adicionales como en otros países, pudiendo servir como plan de contingencia para los IMC en caso de que el Set-FX presente alguna caída.

¿Sería posible habilitar la opción de que los vigilados No IMC tengan acceso directo al Set-FX? Por ejemplo, fondos de pensiones, fiduciarias, grandes empresas importadoras y exportadoras.

¿Se debería abrir la posibilidad de que el peso colombiano pueda cotizar en plataformas internacionales?

Como expusimos, el mercado cambiario local se ha venido manejando a la par del marco de política económica sobre el que se mueve el país. Así mismo, la existencia de herramientas normativas y un horizonte

macroprudencial han permitido eficiencias en materia de asignación de divisas y de acceso a mecanismos para el cumplimiento de obligaciones contractuales en moneda extranjera, así como la mitigación del riesgo cambiario.

Hacia futuro esperamos que el mercado siga implementando mejoras operativas para permitirle a los agentes apropiarse de los desarrollos tecnológicos, lo que garantizaría un aumento en los volúmenes y el número de operaciones del mercado.

PRECIOS DEL PETRÓLEO EN 2019: INCERTIDUMBRE AL MANDO

Cristhian Alejandro Cruz Moreno
Julio César Romero

Durante 2018, el precio promedio del petróleo se ubicó en niveles que superaron las expectativas de la mayoría de analistas, especialmente explicado por la escalada alcista durante los primeros diez meses del año; en efecto, la cotización Brent llegó a ubicarse por encima de 80 dólares por barril (dpb) en octubre, por lo cual estimamos que el promedio para todo 2018 estará alrededor de 72 dpb, 31% superior al promedio de 55 dpb registrado en 2017. La tendencia alcista hasta 3T18 estuvo ampliamente explicada por la constante expectativa de choques de oferta provenientes de Medio Oriente y Venezuela, así como por una reducción en el nivel de inventarios comerciales de crudo en los países de la OECD; en particular, para el mes de septiembre los inventarios disminuyeron a 2,831 millones de barriles, frente al promedio de 2,923 millones registrado en los últimos 4 años (Gráfico VII.20).

Desde comienzos de este año advertimos que las cotizaciones alcistas en el precio del crudo no reflejaban la marcha de los fundamentales del mercado, y mantuvimos la expectativa de que se daría una corrección antes de finalizar 2018 –como en efecto sucedió desde octubre– incluso cuando la mayoría de analistas revisó al alza sus proyecciones para 2018 y 2019 a niveles por encima de 70 dpb (ver “Ajuste en camino” en Informe Semanal – Abril 30 de 2018 y “Corrección no convencional” en Informe Semanal – Julio 30 de 2018). A continuación señalamos las razones que explicaron la evolución del precio del crudo este año y compartimos nuestra expectativa para 2019, que puede resumirse en: i) el análisis fundamental sigue sugiriendo que la referencia Brent debería permanecer alrededor de 65 dpb en 2019, principalmente por la creciente producción de los yacimientos no convencionales en EEUU y la capacidad de Arabia Saudita de suplir la menor producción de Venezuela e Irán; pero ii) los factores geopolíticos tendrán nuevamente un peso importante sobre la cotización del petróleo –en un contexto en el que el liderazgo mundial es una fuente creciente de inestabilidad– de manera que la incertidumbre y la volatilidad continuarán siendo una constante el próximo año.

Liderazgo desestabilizador

En 2015, Irán alcanzó un acuerdo con un grupo de seis países –cinco del Consejo de Seguridad de la ONU, más Alemania– para permitir una supervisión del uso pacífico, por parte del país árabe, de su capacidad nuclear a cambio de su reinserción al mercado mundial de crudo. Este trato le supuso a Irán aumentar rápidamente su producción hasta llevarla a niveles cercanos a cuatro millones de barriles por día (bpd) lo que, junto a los choques de oferta asociados a la mayor producción no convencional en EEUU y la debilidad de la demanda, reforzó la caída espectacular del precio iniciada años atrás (más del 80% entre 2014 y 2016), luego de permanecer

Gráfico VII.20
 PRECIO CRUDO Y NIVEL
 INVENTARIOS OECD



Fuente: EIA-Short Term Energy Outlook.
 Cálculos: Corficolombiana.

por un periodo inusualmente largo en niveles superiores a 100 dpb. Sin embargo, la decisión del presidente Trump de reimponer sanciones comerciales a aquellos agentes que negocien con el gobierno iraní, renovó la incertidumbre respecto a la evolución del balance entre oferta y demanda mundial de crudo y generó presiones alcistas sobre los precios. Así mismo, la continua caída en la producción venezolana y la inestable situación de Libia, restringieron la oferta y generaron choques de volatilidad sobre los precios en algunos momentos del año 2018.

Algunas estimaciones sugieren que Irán y Venezuela explicarían un desbalance en el mercado mundial de petróleo del orden de 1.5 millones de bpd. Esta cifra incorpora una senda decreciente en la producción venezolana, no obstante, que en el caso iraní se basa más en supuestos respecto al alcance de las sanciones comerciales que reimpuso EEUU y que disuadirían a algunos países, principalmente asiáticos, de no comerciar con aquella nación. Por ejemplo, India exploró nuevos mercados ante el temor de que los activos que tiene bajo la jurisdicción norteamericana se vieran afectados.

Fue precisamente la incertidumbre respecto a las proyecciones sobre el balance oferta-demanda lo que explicó que el precio del crudo alcanzara en 3T18 los niveles más altos de los últimos cuatro años, en particular, la falta de certeza sobre la verdadera capacidad y disposición de otros países, como Arabia Saudita y Rusia, para absorber estos desbalances. En efecto, los saudíes han sostenido de manera recurrente que reaccionarán ante movimientos bruscos en el precio del crudo, ya sea hacia abajo o hacia arriba, aun cuando es evidente que cotizaciones alcistas benefician a la empresa estatal Aramco y, por lo tanto, a las cuentas fiscales del Gobierno; por su parte, Rusia sigue respetando el compromiso suscrito en 2016 de bajar la producción, en el marco de los Acuerdos de Viena de la OPEP, aun cuando no hace parte de este organismo; por lo anterior, el cartel logró presionar al alza los precios hasta comienzos de octubre. Sin embargo, ante la evidencia de que la OPEP podía y estaba dispuesta a compensar los choques de oferta en Irán y Venezuela, el precio del crudo corrigió fuertemente a la baja, al punto que registró pérdidas por 12 jornadas consecutivas a comienzos de noviembre, su peor racha de la historia. No menos importante fue que el temor que generaba en los agentes del mercado la entrada en vigor de las sanciones comerciales de EEUU sobre agentes que comercien con Irán, fue suavizado luego de que la administración federal permitiera que algunos países puntuales pudieran seguir comprando el crudo del país árabe y con ello acelerar aún más la corrección bajista del precio.

Otro factor importante es la evolución actual de los niveles de inventarios de crudo en el conjunto de la OCDE. Si bien la producción de EEUU continúa fuerte y explicará gran parte del incremento en la oferta mundial durante los próximos meses, la realidad apunta a que el mercado sigue muy expuesto a las noticias sobre variaciones semanales en los niveles dispuestos en centros de acopio como Cushing, Oklahoma, lo que a la postre genera una alta volatilidad sobre el precio.

Para 2019, esperamos que los factores geopolíticos vuelvan a generar episodios de volatilidad, alimentando las expectativas de los agentes del mercado en cuanto a que nuevos choques tengan la capacidad de reducir la oferta de crudo y presionar al alza los precios, como ocurrió este año. En particular, esperamos volatilidad en el mercado asociada al desarrollo de las sanciones impuestas a Irán por parte de EEUU; a desacuerdos al interior de la OPEP; a la profundización de la crisis en Venezuela, y; a las tensiones entre Arabia Saudita y la comunidad internacional, como consecuencia del extraño asesinato del periodista Jamal Khashoggi, opositor al Gobierno saudí.

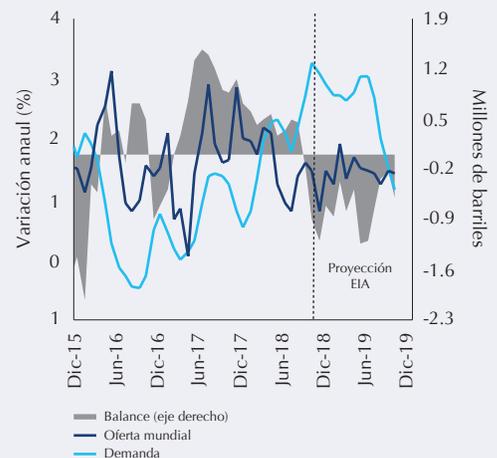
Lo que indican los fundamentales

Los fundamentales actuales del mercado petrolero indican que el precio no regresará en el corto plazo a niveles superiores a 80 dpb. La Agencia de Administración Energética (EIA por su sigla en inglés) estima que la oferta de petróleo crecerá en 2019 a una tasa interanual (a/a) de entre 2% y 3%, mientras que la demanda aumentará entre 1% a/a y 2% a/a, es decir, en 2019 se deberían acumular cerca de 365 millones de barriles (Gráfico VII.21). Esta acumulación estará ampliamente explicada por la mayor producción de EEUU, que se acercará a 12 millones de bpd en 2019 –lo que implica un espectacular aumento de 140% en la última década– y permitirá que la oferta mundial de crudo se ubique alrededor de 102 millones de bpd el próximo año (Gráfico VII.22). Por lo anterior, el balance del mercado mundial de crudo, por el lado de la oferta, dependerá en gran medida de la dinámica de la producción en EEUU, particularmente la no convencional.

Como hemos señalado en reiteradas oportunidades, esta industria tomó nuevos aires en 2018 dados los avances en eficiencias y reducción de costos operativos (OpEx) durante el periodo de crisis de 2014 a 2016, lo que le permitió alcanzar unos precios de equilibrio cada vez más bajos. Esta condición, a su vez, se acompañó tanto de estrategias de financiación con activos propios, como de crecimiento orgánico. Gran parte del repunte durante los primeros años estuvo soportado en la excesiva liquidez en la economía, que permitía financiación a bajos costos y con colaterales mínimos o nulos; no obstante, el estrechamiento de las condiciones monetarias y la quiebra de un amplio número de firmas durante la descolgada del precio del crudo que inició en 2014, obligó a las firmas sobrevivientes a ajustar sus estructuras de costos y a focalizar sus esfuerzos de inversión en los pozos más rentables. Partiendo de la premisa que un 20% de los pozos en yacimientos no convencionales aportan el 80% de su producción, los grandes productores decidieron segmentar gran parte de sus campos petroleros para dosificar el esfuerzo y diversificar el riesgo exploratorio. Esta estrategia fue exitosa y muestra que, a la par con el crecimiento de perforación posterior a la crisis, viene aumentando el número de pozos completados (Gráfico VII.23).

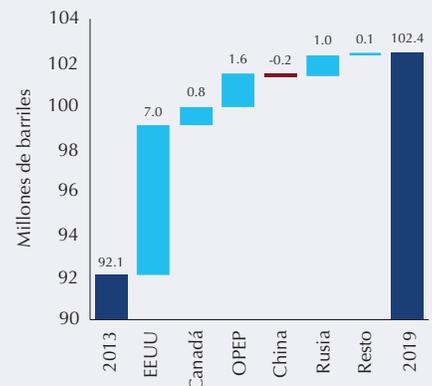
No obstante, la rápida expansión de la producción petrolera estadounidense está generando cuellos de botella en el transporte. Gran parte de la infraestructura existente (190 mil millas de oleoductos) fue construida para soportar volúmenes que históricamente fueron inferiores a 10 millones de bpd. Ahora que las proyecciones indican que el país mantendrá su producción

Gráfico VII.21
 BALANCE OFERTA DEMANDA DE CRUDO



Fuente: EIA-Short Term Energy Outlook.
 Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico VII.22
 CONTRIBUCIÓN ESPERADA A LA OFERTA MUNDIAL DE CRUDO



Fuente: EIA-Short Term Energy Outlook.
 Cálculos: Corficolombiana.

creciente y por encima de este nivel, los grandes productores de EEUU se han visto obligados a dar una prima de precio, debido a que transportar volúmenes mayores le cuesta al refinador hasta 10 dpb adicionales, en caso de que lo haga por tren, o hasta 15 dpb si es por camión cisterna. Esta situación no es menor, al punto que para afrontarla se inició la construcción de 30 mil millas adicionales de tubos con un costo que bordea los 180 mil millones de dólares (aproximadamente la mitad del PIB de Colombia). El objetivo de estas cuantiosas inversiones es ganar competitividad y evitar retrasos en la entrada en operación de nuevos bloques al interior de los grandes campos productores, como el de Permian, ubicado entre los estados de Texas y Nuevo México.

Ahora bien, gran parte de esta infraestructura entrará en funcionamiento hasta finales de 2019 y principios de 2020 (Tabla VII.1), lo que daría una idea del ritmo del ajuste en el precio. Igualmente, la producción al interior de la OPEP, así como de Rusia, variará muy poco en los próximos meses, por lo que no creemos que genere impactos importantes sobre el precio (Gráfico VII.24).

Tampoco podemos dejar de lado que las perspectivas de crecimiento de la economía mundial para el próximo año son menos optimistas respecto a las que se tenían meses atrás. De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), en su World Economic Outlook de octubre, el crecimiento de la economía mundial sería menor en 0.2 puntos porcentuales (p.p.) frente a las estimaciones de abril y julio, debido principalmente al efecto que tendrá sobre la economía mundial la guerra comercial entre EEUU y China (ver Capítulo de Contexto Externo). Esperamos que esta situación reduzca las presiones al alza sobre el precio del crudo.

Cuadro VII.1

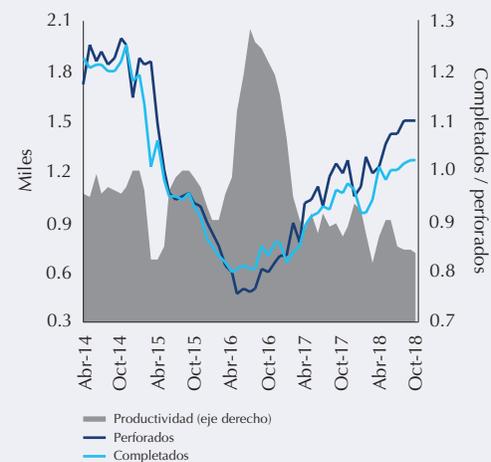
OLEODUCTOS QUE AMPLIARÁN CAPACIDAD DE TRANSPORTE DESDE EL CAMPO PERMIAN

Oleoducto	Capacidad (miles de barriles por día)	Entrada en servicio
Sunrise Expansion	200	4T2018
Bridge Tex Expansion	40	1T2019
Epic	590	1S2019
Cactus II	525	3T2019
Gary Oak	700	4T2019
Energy Transfer Partners LP*	600	2020
Exxon Mobil Corp*	>1,000	NA

* Nombre de la empresa que adelanta el proyecto.

Fuente: S&P Global Market Intelligence.

Gráfico VII.23
EVOLUCIÓN POZOS PETROLEROS EN EEUU



Fuente: EIA-Short Term Energy Outlook.
Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico VII.24
EVOLUCIÓN OFERTA CRUDO



Fuente: EIA-Short Term Energy Outlook.
Cálculos: Corficolombiana.

Por otro lado, la continuación del proceso de normalización monetaria en EEUU –como consecuencia de la buena marcha de su economía– y el estímulo fiscal de la administración Trump –aunque su impacto en 2019 será menor al de 2018– conllevarían una mayor apreciación del dólar durante los próximos meses (ver Capítulo de Contexto Externo). La persistencia de un dólar fuerte limitaría las valorizaciones del precio del crudo el próximo año, y además incentivaría la producción de países diferentes a EEUU, en la medida que sus ingresos petroleros en moneda local se mantendrían altos. Un buen ejemplo de lo anterior se dio en Colombia, en donde el precio del petróleo en pesos alcanzó máximos históricos este año, a pesar de que su cotización en dólares fue 30% inferior a los niveles de 2013-2014.

Tampoco son despreciables los efectos inflacionarios en la economía mundial derivados del aumento en la cotización internacional del crudo. Dada la importancia de los combustibles en el gasto de los consumidores, especialmente en EEUU, la permanencia del precio del petróleo en niveles altos es una amenaza para el crecimiento económico, al punto que el presidente de EEUU solicitó en varias oportunidades a la OPEP aumentar su oferta de crudo para evitar un debilitamiento de la demanda. A lo anterior se suma el hecho de que el número de contratos de posición larga en los mercados de futuros de crudo empezó a disminuir recientemente, lo que sugiere que los agentes anticipan una corrección futura en el precio. Así, aun cuando estas posiciones se mantienen por encima del promedio de los últimos años, los niveles de 500 mil observados a finales de octubre son por lo menos 28% inferiores a los registros de mediados de año.

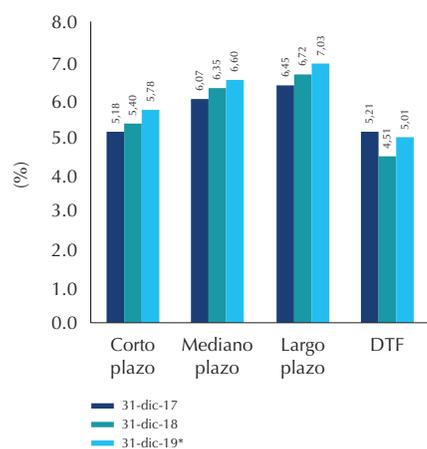
Para finalizar, vale la pena señalar que ante el escenario de incertidumbre que se vislumbra para 2019, y en momentos en que el precio del crudo llegó a sus cotizaciones más altas del año –86 dpb a comienzos de octubre– analizamos la conveniencia de que el Gobierno colombiano cubriera sus ingresos petroleros del próximo año, teniendo en cuenta que las cuentas fiscales fueron hechas con precios de 65 dpb (ver “Es mejor cubrir que lamentar” en Informe Semanal – Octubre 7 de 2018). A pesar de que la corrección registrada en noviembre ha encarecido el costo de las coberturas, consideramos que esta alternativa sigue siendo interesante. En este sentido, resulta positivo que el Gobierno proponga crear el Fondo de Estabilización del Ingreso Fiscal (FEIF) – administrado por el Ministerio de Hacienda– cuyo objetivo es “propender por la estabilización del ingreso fiscal de la Nación, proveniente de la producción y/o comercialización del petróleo a través de la gestión, adquisición y/o celebración de instrumentos y/o contratos que permitan el aseguramiento y/o cubrimiento de tales ingresos fiscales, con entidades extranjeras especializadas en este tipo de operaciones”.

VIII. Mercado de Deuda: Bailar bajo la lluvia

Ana Vera Nieto

Gráfico VIII.1

RENDIMIENTO TITULOS TES TASA FIJA EN PESOS



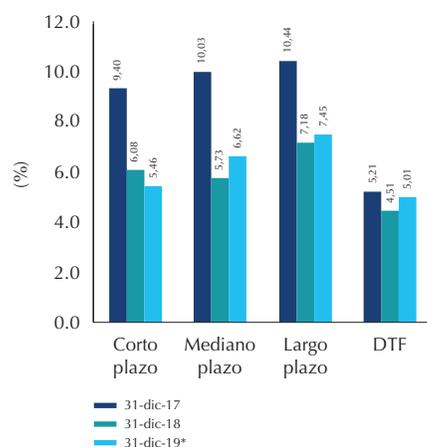
* 2019 proyección.

Referencias: Corto TES Julio 2020, Medio TES Julio 2024, Largo Tes Ago 28.

Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico VIII.2

TIR DE TENENCIA TITULOS TES UVR CON INFLACIÓN PROYECTADA



* 2019 proyección.

Referencias: Corto TES Marzo 2021, Medio TES Febrero 2023, Largo Tes Marzo 2033.

Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

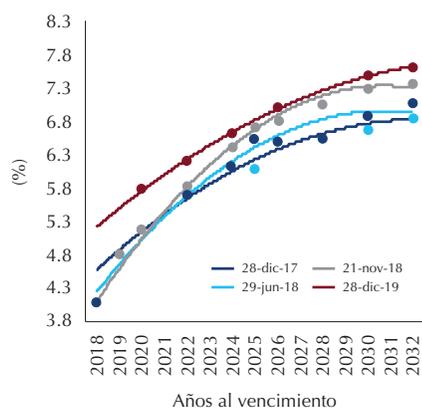
Las perspectivas para el próximo año en el mercado de deuda son complejas, partiendo de múltiples eventos tanto a nivel internacional como a nivel local que generarán desvalorizaciones para los títulos denominados en tasa fija y que derivarán en un aplanamiento en la curva de rendimientos. No obstante, creemos que se presentarán oportunidades para sacar provecho de dicho entorno, es decir, de aprender a “bailar bajo la lluvia” para diversificar portafolios, y se darán espacios de valor al invertir en los títulos de deuda pública y corporativa indexados a la inflación.

El mercado de deuda enfrenta en el 2019 cinco retos que desafían el desempeño de las inversiones de renta fija. Dentro de los acontecimientos internacionales que tendrán relevancia encontramos: i) menor liquidez mundial por el comienzo del fin de ciclos monetarios expansivos por parte de la mayoría de los principales bancos centrales del mundo (ver Capítulo de Contexto Externo), y ii) aumento en el endeudamiento de países desarrollados y presión fiscal a nivel internacional. A nivel local encontramos: iii) tensiones en torno a la calificación crediticia de Colombia, con posibles pronunciamientos al respecto por parte de las agencias calificadoras; iv) menor demanda de títulos de renta fija por la entrada en vigor del decreto que modifica las inversiones de multifondos en fondos de pensiones, sumado a otros temas tributarios; y v) mayores expectativas de inflación.

En esta línea, estimamos que los títulos del Gobierno (TES) en **tasa fija** se desvalorizarán de manera generalizada para los diferentes plazos (Gráfico VIII.1) mientras los títulos en **UVR podrán tener ganancias**, impulsadas por un incremento en las expectativas de inflación (Gráfico VIII.2). De esta manera, recomendamos dar una mayor ponderación de valor a títulos TES UVR con pago de cupón en los tres primeros meses del año (TES marzo 2021, TES febrero 2023, TES marzo 2027 y TES 2033). Esperamos un acentuado proceso inflacionario en este periodo, previo a los movimientos del BanRep (ver Capítulo de Inflación y Política Monetaria).

En cuanto al sector privado, anticipamos un dinamismo importante en las emisiones de deuda corporativa del sector real, lo que permitirá que se presenten buenas oportunidades de rentabilidad en este tipo de inversiones durante el primer semestre del 2019.

Gráfico VIII.3
 CURVA DE RENDIMIENTOS TES TASA FIJA



* 2019 proyección Corficolombiana.
 Fuente: Bloomberg.

¿De dónde venimos?

En lo corrido de 2018 hasta el 21 de noviembre, la pendiente de la curva de rendimientos de TES tasa fija (medida como la diferencia entre tasa de títulos de largo y corto plazo) aumentó 104 pbs, con desvalorizaciones importantes en diferentes referencias e incrementos promedio de 30 pbs en las tasas de negociación de los títulos de los tramos medio y largo de la curva, mientras que los rendimientos de los títulos de corto plazo disminuyeron en promedio 7 pbs (Gráfico VIII.3). Ello se dio en medio de la incertidumbre originada por: i) la culminación del ciclo de reducciones de tasas del BanRep; ii) la flexibilización de los parámetros de Regla Fiscal por parte del Comité Consultivo (ver Capítulo de Posición Fiscal); iii) la llegada de Iván Duque a la Presidencia de Colombia; iv) la operación de manejo de deuda más grande de la historia del país, con canjes de títulos con vencimiento en 2018 y 2019 por títulos con vencimientos en años posteriores a 2019; y v) la presentación de la Ley de Financiamiento, aunque al cierre de este informe seguía siendo altamente incierto su contenido final.

RETOS PARA 2019

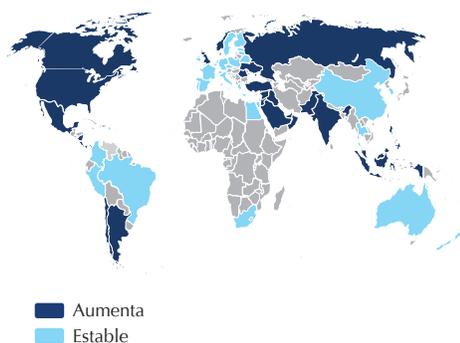
FACTORES INTERNACIONALES

Reto 1. Menor liquidez mundial por la reducción de los ciclos monetarios expansivos por parte de la mayoría de los principales bancos centrales del mundo.

El término liquidez global, como lo define el *Bank of International Settlements (BIS)*, se refiere a la facilidad de financiamiento en los mercados financieros globales, y se ve afectada por el diferencial de tasas a nivel mundial.

Así, de acuerdo con nuestras expectativas de movimientos por parte de los bancos centrales, encontramos que se presentarán mayores tasas de interés reales en los países desarrollados. En efecto, el 90% de los principales bancos centrales del mundo incrementará sus tasas de interés el próximo año (Mapa 2), empezando por el Banco Central Europeo (BCE), a lo cual se sumarán los bancos de países emergentes como Brasil, Sudáfrica y Colombia; sin embargo, habría estabilidad en China y Japón. Lo anterior conduce a una menor demanda por activos de renta fija internacional, que por naturaleza son menos riesgosos y con una rentabilidad inferior frente a otras inversiones, como colocaciones de cartera o acciones. Además, no beneficia la demanda por renta fija emergente.

Mapa 1
 MOVIMIENTOS DE TASAS DE INTERÉS
 PRINCIPALES BANCOS CENTRALES
 EN 2018

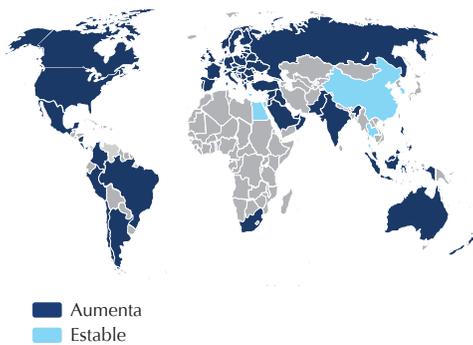


Fuente: Bloomberg, Cálculos: Corficolombiana.

Fuente: Bloomberg, Cálculos: Corficolombiana.

Mapa 2

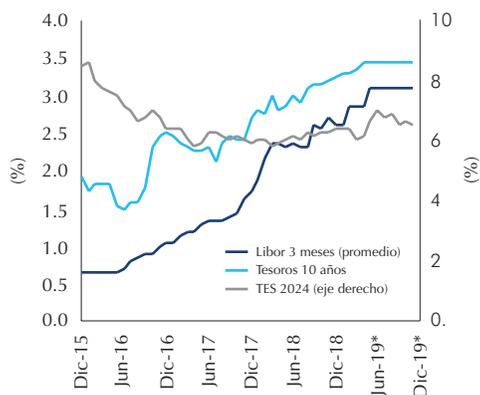
MOVIMIENTOS DE TASAS DE INTERÉS PRINCIPALES BANCOS CENTRALES EN 2019



Fuente: Bloomberg, Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico VIII.4

TASAS DE INTERÉS INTERNACIONALES Y TES



* 2019 proyección.

Fuente: Bloomberg, Cálculos: Corficolombiana.

Consideramos que los activos de renta fija soberana, tendrán un mal desempeño en 2019. Estimamos que la tasa Libor cierre el próximo año en 3.08%, frente a 2.68% al cierre de 2018, mientras que los Bonos del Tesoro a 10 años terminarían en niveles de 3.45%, superior al 3.23% de finales de este año (Gráfico VIII.4)

Reto 2. Aumento en el endeudamiento de países desarrollados y presión fiscal a nivel internacional

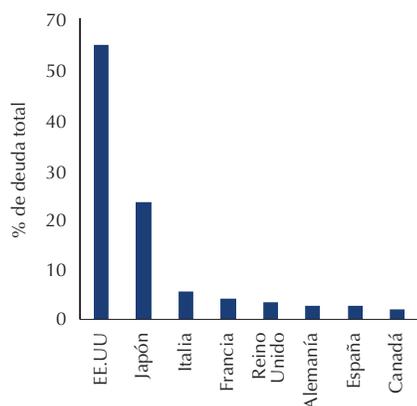
A pesar de una política monetaria menos expansiva, esperamos que los países desarrollados concentren oportunidades de inversión interesantes, debido a los altos montos de vencimientos de deuda de bonos del Gobierno que necesitarán ser refinanciados ante presiones por presupuestos con necesidad de recursos.

Los países con mayores vencimientos de bonos durante 2019 serán EEUU, Japón, Alemania, Francia e Italia (Gráfico VIII.5), los cuales concentrarán los movimientos de liquidez más importantes del próximo año. Sin embargo, los títulos de renta fija menos expuestos al ruido fiscal por mayor gasto son los de Japón, por lo que las ganancias de inversiones en renta fija también son limitadas. Así las cosas, esperamos que los flujos de recursos migren hacia países desarrollados teniendo en cuenta que concentran el 87% de los vencimientos de deuda a nivel mundial durante el 2019 (Gráfico VIII.6).

De los dos retos mencionados en el contexto internacional, el mayor desafío para Colombia será mantener la confianza inversionista mediante la realización de ajustes fiscales y reformas estructurales que aumenten la capacidad de la economía de crecer a largo plazo. Lo anterior en medio de una liquidez mundial más estrecha en la que se registran salidas de recursos de países emergentes hacia desarrollados y se da un proceso de diversificación de portafolios, en el cual es clave que la deuda pública colombiana continúe siendo atractiva para grandes fondos de inversión extranjera.

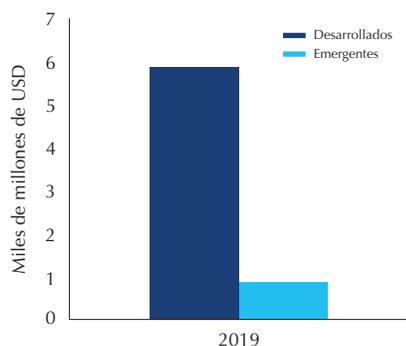
Es importante destacar que, en el año 2019, Colombia tendrá que realizar pagos de deuda externa en dólares y yenes por 8.2 billones de pesos, y se tiene presupuestado emitir deuda externa por 10.5 billones de pesos, por lo que la emisión neta (emisión menos vencimientos) será de sólo 2.3 billones de pesos (Gráfico V.III.7). Consideramos positivo que el gobierno sea precavido en la búsqueda de financiamiento en el exterior el próximo año, pues las mayores tensiones internacionales afectarían el interés pagado por estas emisiones, ya que el país no tiene espacio fiscal para asumir mayor servicio de deuda (ver Capítulo de Posición Fiscal).

Gráfico VIII.5
VENCIMIENTOS DE DEUDA POR PAÍS



Fuente: Bloomberg, Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico VIII.6
VENCIMIENTOS DE DEUDA POR GRUPO DE PAÍSES EN 2019



Emergentes: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, China, Hong Kong, Hungría, India, Indonesia, Malasia, Polonia, México, Sur Africa, Rusia, Tailandia, Corea del Sur
Desarrollados: Australia, Canadá, Dinamarca, Japón, Nueva Zelanda, Reino Unido, EE.UU., Francia, Alemania, Italia, España.

Fuente: Bloomberg, Cálculos: Corficolombiana.

Colombia en medio del contexto internacional

Colombia ofrece características en sus emisiones de deuda atractivas para inversionistas (Gráfico VIII.8), pero se mantiene vulnerable ante el entorno internacional, por lo que esperamos que las inversiones en renta fija en el país se vean afectadas, al igual que en otros emergentes, con la salida de flujos de inversión hacia economías desarrolladas.

FACTORES LOCALES

A nivel local los TES denominados en tasa fija se verían perjudicados por posibles revisiones a la calificación crediticia de Colombia, mayores expectativas de inflación y modificaciones regulatorias a los parámetros de inversión de los fondos de pensiones privados que derivarían en una menor preferencia por la deuda pública.

Reto 3. Tensiones en torno a la calificación crediticia de Colombia, con posibles pronunciamientos al respecto por parte de las agencias calificadoras

Existen varias metodologías para estimar el diferencial de riesgo (crédito, moneda y de no pago de deuda) entre países. La más generalizada es la calificación soberana otorgada por agencias de calificación (Moody's, Standard and Poor's y Fitch Ratings), otra opción es mediante el *spread* de CDS por país, el cual refleja el valor que se debe pagar por un seguro de incumplimiento crediticio.

En cuanto a la primera metodología, Colombia se mantiene dentro de los países con calificación crediticia en Grado Medio Inferior (Cuadro VIII.1). En relación a los CDS, al calcular su valor por calificación crediticia, encontramos que los cambios entre escalas de "grado de inversión" es alrededor de 30 pbs, mientras que cuando se pasa a "grado de no inversión", el valor empieza a subir de manera súbita con cambios de más de 134 pbs en la categoría "especulativa" y de más de 7000 en la categoría "riesgo sustancial".

Colombia tiene un *spread* de CDS superior al promedio de otros países calificados con el mismo nivel o incluso más bajo (BBB- y Baa3). En este sentido, creemos que las agencias calificadoras que no han materializado rebajas al siguiente nivel podrían hacerlo en 2019, teniendo en cuenta que el impacto ya está descontado con los niveles de riesgo de crédito actual.

En efecto, la agencia de calificación Standard and Poors rebajó un escalón a la nota de Colombia a finales de 2017, a un nivel

Cuadro VIII.1

COMPARATIVO PROMEDIO POR PAÍS CON CALIFICACIÓN CREDITICIA

Calidad	Fitch	Moody's	S&P	Valor CDS a 5 años (pbs)*	Aumento por cambio calidad (pbs)
Máxima	AAA	Aaa	AAA	17	
Alto grado	AA+	Aa1	AA+	23	36
	AA	Aa2	AA	51	
	AA-	Aa3	AA-	53	
Grado medio superior	A+	A1	A+	51	38
	A	A2	A	76	
	A-	A3	A-	92	
Grado medio inferior	BBB+	Baa1	BBB+	85	33
	BBB	Baa2	BBB	127	
	BBB-	Baa3	BBB-	125	
Grado de no inversión especulativo	BB+	Ba1	BB+	177	134
	BB	Ba2	BB	247	
	BB-	Ba3	BB-	259	
Altamente especulativa	B+	B1	B+	458	297
	B	B2	B	398	
	B-	B3	B-	556	
Riesgo sustancial	CCC+	Caa1	CCC+	8161	
	CCC	Caa2	CCC		
	CCC-	Caa3	CCC-		7605
Extremadamente especulativa	CC	Ca	CC		
	C	C	C		

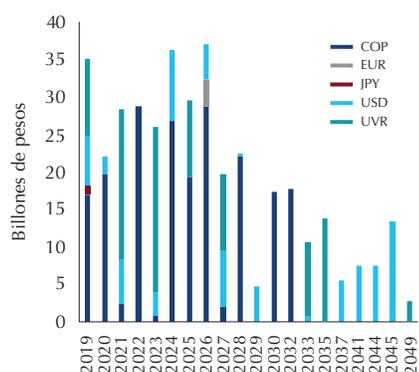
* Fecha última actualización 17 Noviembre de 2018. Valores con recuadro corresponden a calificaciones y CDS de Colombia.

Fuente: Cálculos Corficolombiana.

de BBB-, dejando al país en el último nivel de grado de inversión. En ese entonces, la agencia advirtió que para mantenerse en BBB, Colombia debía mejorar sustancialmente las perspectivas de ajuste fiscal. También argumentó que el país tenía una limitada flexibilidad política, debido a su debilidad fiscal y externa, factores que han seguido corrigiendo este año, pero siguen en niveles que indican vulnerabilidad de la economía ante choques externos.

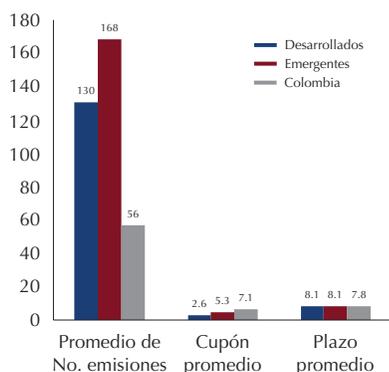
Por su parte, durante las revisiones periódicas en noviembre de 2018, las otras dos agencias de calificación (Fitch y Moody's) reconocieron el compromiso del país para honrar su estabilidad macroeconómica, pero advirtieron la necesidad de una consolidación fiscal a mediano plazo que garantice el cumplimiento de la regla fiscal después de 2020. No obstante, mantuvieron la calificación del país en el segundo escalón de grado de inversión. En este sentido, los ajustes recientes a los parámetros de la regla fiscal flexibilizaron la senda

Gráfico VIII.7
 FLUJO ANUAL DE PAGOS DE TITULOS
 LOCALES Y EXTERNOS DEL GOBIERNO
 DE COLOMBIA



Fuente: Ministerio de Hacienda.
 Cálculos Corficolombiana.

Gráfico VIII.8
 CARACTERÍSTICAS DEUDA POR GRUPO
 DE PAÍS



Emergentes: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, China, Hong Kong, Hungría, India, Indonesia, Malasia, Polonia, México, Sur África, Rusia, Tailandia, Corea del Sur
 Desarrollados: Australia, Canadá, Dinamarca, Japón, Nueva Zelandia, Reino Unido, EE.UU, Francia, Alemania, Italia, España.

Fuente: Bloomberg, Cálculos: Corficolombiana.

de ajuste del déficit fiscal del Gobierno, especialmente a partir de 2020, pero aun así persiste la necesidad de mayores ajustes (ver Capítulo de Posición Fiscal).

El programa de emisiones de deuda pública que recibió la administración de Iván Duque indicaba que en 2019 se emitirían TES por valor de 49 billones de pesos, de los cuales 36 billones serían en subastas, y se estimaba cubrir un servicio a la deuda interna de 47.8 billones. De esta forma, las emisiones de TES menos el servicio de la deuda (liquidez que se retira del mercado) pasarían de 8 billones de pesos en 2018 a 1.2 billones en 2019. Sin embargo, el nuevo equipo económico consideró apropiado modificar el programa para poder destinar recursos al pago de vencimientos de títulos en los últimos tres meses de 2018 y durante 2019. Por esta razón, se efectuó una operación de canje de deuda y de prefinanciamiento de deuda externa el 5 de octubre del 2018 (ver Mercado de Deuda en Informe Semanal - Octubre 5 de 2018).

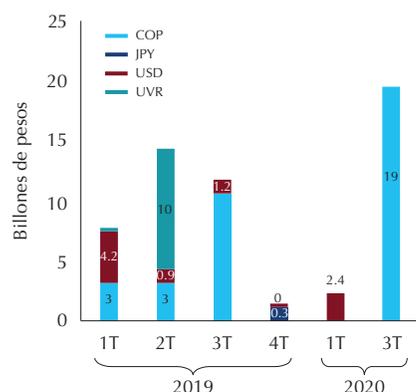
Con la operación de canje se ajustó lo dispuesto en el Marco Fiscal de Mediano Plazo y en el Plan Financiero (Cuadro VIII.2). En primer lugar, se cambió la disponibilidad inicial de recursos para el año 2019, la cual estimamos aumenta a 25.4 billones, desde 15.7 billones. Segundo, las amortizaciones internas disminuyeron a 26.8 billones, desde 35.5 billones. Con el alivio en las amortizaciones de deuda de 2019, el Gobierno obtuvo espacio para aumentar los gastos del Presupuesto de 2019 destinados a funcionamiento e inversión, siempre y cuando obtenga ingresos adicionales para cumplir con el déficit fiscal de ese año, los cuales pretende obtener con la Ley de Financiamiento (ver Capítulo de Posición Fiscal).

La Ley de Financiamiento implica muchos cambios en el mercado de deuda (Esta aproximación se hace con el proyecto radicado en el Congreso el 31 de octubre del 2018, los efectos pueden cambiar teniendo en cuenta los cambios definitivos que tendrá dicha ley), encontramos que no es un buen año para títulos en tasa fija, sin embargo, **los títulos de mediano plazo (TES 2024, 2025 y 2026) tendrían oportunidades para mantener los portafolios con menor exposición de pérdidas ante factores estructurales locales e internacionales.**

Otro factor a considerar, es que creemos que el plan de financiamiento del próximo año podría incorporar una nueva reducción en el monto de amortizaciones internas, especialmente porque creemos que es muy probable que el Gobierno anuncie algunas operaciones adicionales de canje de deuda que involucren nuevamente a los

Gráfico VIII.9

FLUJO TRIMESTRAL DE PAGOS DE TÍTULOS LOCALES Y EXTERNOS DEL GOBIERNO DE COLOMBIA



Fuente: Ministerio de Hacienda.
Cálculos Corficolombiana.

TES Julio-2020 cuyo valor nominal actual es 19 billones de pesos (Gráfico V.III.9).

Reto 4. Menor demanda de títulos de renta fija por la entrada en vigor del decreto que modifica las inversiones de multifondos en fondos de pensiones, sumado a otros temas tributarios.

Los fondos de pensiones y cesantías son los principales tenedores de TES (Gráfico V.III.10) por lo que los cambios en este régimen de inversiones van a ser un factor determinante para los volúmenes y montos negociados de títulos de renta fija.

En junio de 2018, el Ministerio de Hacienda emitió el Decreto 959, en donde se indica que a partir de marzo de 2019 se modifica por defecto la asignación de los afiliados a los fondos de pensiones voluntarias. Cuando el afiliado no elija el tipo de fondo, la Administradora de Pensiones asignará sus aportes a los fondos de mayor riesgo y moderado, de acuerdo con su género y edad (Cuadro VIII.3)

El saldo de la cuenta de ahorro pensional de los afiliados que no hayan elegido el tipo de fondo, deberá converger al Fondo Moderado, de acuerdo con su género y edad. Para esta convergencia la administradora trasladará recursos del fondo de mayor riesgo al

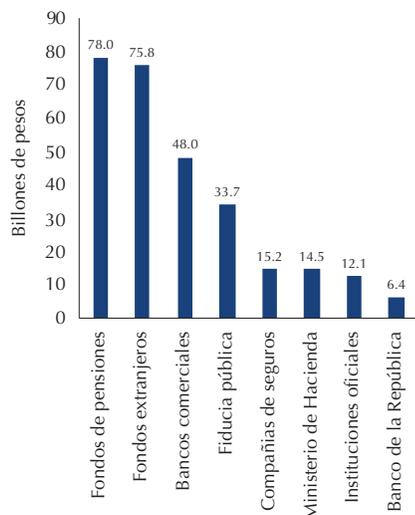
Cuadro VIII.2

ESTIMACIÓN PLAN FINANCIERO 2019 - MARCO FISCAL DE MEDIANO PLAZO 2018
(Con manejo de duda local e internacional octubre 2018)

Fuentes			Usos		
Desembolsos		47.2	Déficit		24.9
Externos	(USD 5,500 mill)	10.5	Intereses externos	(USD 2,462 mill)	
Bonos	(USD 3,500 mill)	4.5	Intereses internos		
Multilaterales	(USD 2,000 mill)	6.0	Gastos en dólares	(USD 550 mill)	
Internos		36.7	Amortizaciones		26.8
TES (Subastas)			Externas	(USD 3,459)	
TES UVR de largo plazo			Internas		
TES (entidades públicas)			Pago de obligaciones		3.9
Pago de obligaciones			Deuda flotante		3.9
Otros			Disponibilidad final		14.3
Utilidades BanRep		1.0	En dólares	(USD 752 mill)	
Ajustes por causación		1.7	En pesos		
Operaciones de tesorería		-	Operaciones de tesorería		1.4
Disponibilidad inicial		25.4			
En dólares (aumenta por TES 2029 y 2045)	(USD 1,684 mill)	8.1			
En pesos (aumenta por los TES 2018)		17.3			
Fuentes		75	Usos		75

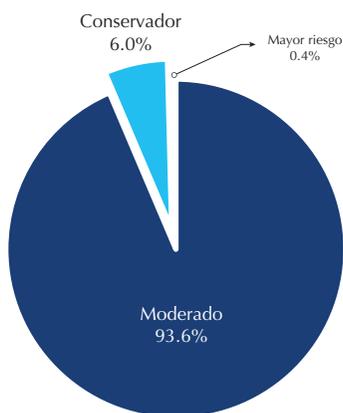
Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico VIII.10
 TENEDORES DE TES LOCALES



* Cifras al 31 de octubre del 208
 Fuente: Ministerio De Hacienda.
 Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico VIII.11
 AFILIADOS A FONDOS DE PENSIONES
 PRIVADOS SEGÚN PORTAFOLIO



Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

fondo moderado hasta que el saldo de dicha cuenta alcance en el fondo moderado el porcentaje mínimo indicado (Cuadro VIII.3).

Este cambio es importante, teniendo en cuenta que actualmente el 93.6% de los aportes están concentrados en el fondo moderado, y que según cifras de la Superintendencia Financiera de Colombia, en promedio el 83.4% de los cotizantes tienen entre 18 y 44 años, por lo que sus aportes deberán converger en un 100% al fondo de mayor riesgo (Cuadro VIII.4 y Gráfico VIII.11).

De esta forma, la nueva regulación debería aumentar gradualmente la demanda por títulos de renta variable y disminuir la de renta fija. Según

Cuadro VIII.3
 FLUJO DE APORTES A FONDOS DE PENSIONES

Edad mujeres	Edad hombres	Fondo de mayor riesgo	Fondo moderado
<42	<47	100%	0%
42	47	80%	20%
43	48	60%	40%
44	49	40%	60%
45	50	20%	80%
46-51	51-56	0%	100%

Fuente: Ministerio de Hacienda.

Cuadro VIII.4
 CONVERGENCIA AL FONDO MODERADO

Edad mujeres	Edad hombres	Saldo mínimo fondo Moderado
<42	<47	0%
42	47	20%
43	48	40%
44	49	60%
45	50	80%
46-51	51-56	100%

Fuente: Ministerio de Hacienda.

Cuadro VIII.5
 LIMITES RÉGIMEN GENERAL DE INVERSIONES

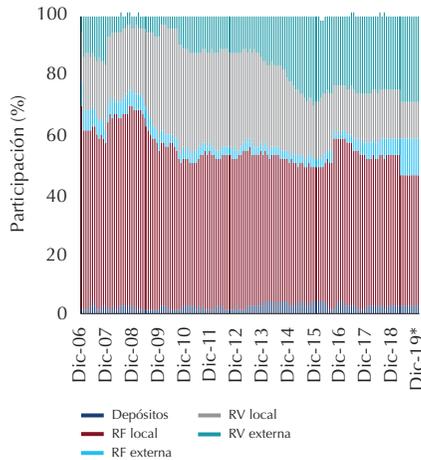
Inversiones admisibles*	Conservador	Moderado	Mayor riesgo
Títulos de deuda	50%	50%	50%
Límite Máximo renta variable	20%	45%	70%
Límite Mínimo renta variable	0%	20%	45%

* Decreto 2555 de 2010, artículo 2.6.12.1.2

Fuente: Ministerio de Hacienda.

Gráfico VIII.12

COMPOSICIÓN DEL PORTAFOLIO DE LOS FONDOS DE PENSIONES OBLIGATORIAS

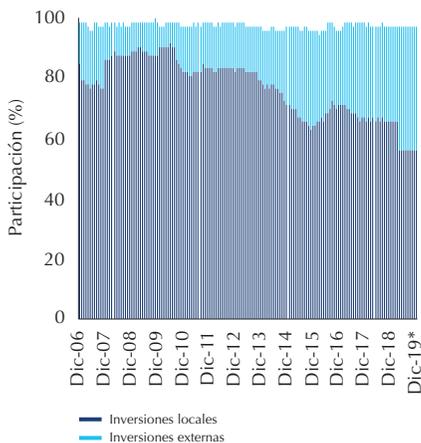


* 2019 proyección.

Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico VIII.13

COMPOSICIÓN DEL PORTAFOLIO DE LOS FONDOS DE PENSIONES OBLIGATORIAS



* 2019 proyección.

Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

el régimen de inversiones estipulado por el Decreto 2555 del 2010 (Cuadro VIII.5), el fondo de mayor riesgo tiene un límite mínimo de inversiones admisibles en renta variable de 45%, mientras que el fondo moderado tiene límite mínimo de 20% y para el conservador es cero.

Además, la distribución de los aportes según el tipo de activo indica que las inversiones en renta fija están al tope, pero hay espacio para renta variable (Gráfico VIII.12). De esta forma, esperamos que la participación sobre las inversiones de renta fija disminuya al menos un 5%, al pasar del 50% a cerca de 45% del portafolio total de fondos de pensión hacia finales del 2019, y que las inversiones en renta variable local y externa aumenten en la misma proporción. También se prevé que las inversiones en activos locales disminuyan y que aumenten aquellas en activos externos (Gráfico VIII.13).

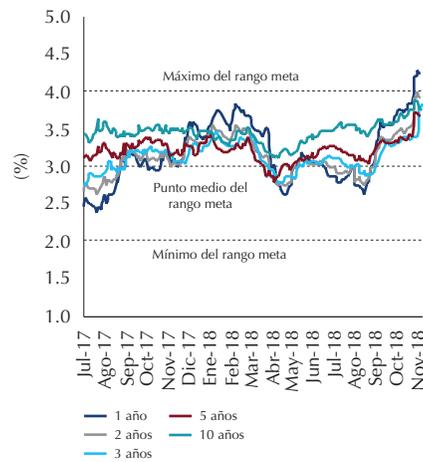
Reto 5. Mayores expectativas de inflación.

La mayor expectativa de inflación por el posible impacto de la Ley de Financiamiento y el efecto moderado del Fenómeno del Niño en 2019 (ver Capítulo de Inflación y Política Monetaria) vienen afectando la demanda de títulos de renta fija durante 4T18. De esta forma, las expectativas de inflación implícitas derivadas del mercado de deuda se incrementaron y en algunos plazos se encuentran por encima del rango meta del BanRep (Gráfico VIII.14).

Lo anterior indica que los títulos indexados se están viendo favorecidos. Particularmente, estimamos que los intereses pagados por cupón de estos títulos subirán levemente, mientras que el margen respecto a la tasa de interés de BanRep se mantendría estable (Gráfico VII.15). De esta forma, un aumento adicional del Índice de Precios al Consumidor valorizaría los cupones pagados por estos títulos.

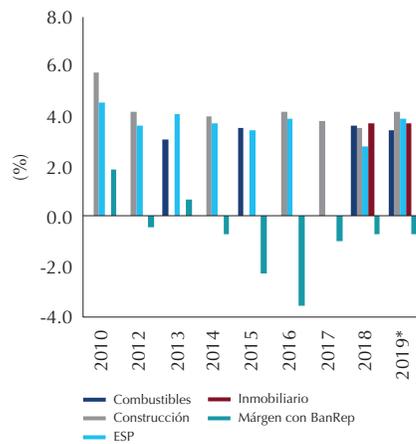
Durante el 2019, se presentarán importantes vencimientos de deuda corporativa (Gráfico VIII.16), superiores en un 30% frente al 2018, por lo que se dará espacio para nuevas emisiones de deuda corporativa, especialmente en el primer semestre del año.

Gráfico VIII.14
 INFLACIONES IMPLÍCITAS
 (Curva TES cero cupón)



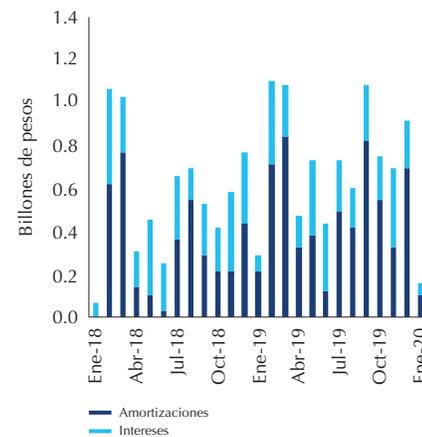
Fuente: Infovalmer. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico VIII.15
 PROMEDIO MARGEN DE CORTE
 SUBASTA EMISIONES EN IPC
 EMPRESAS SECTOR REAL



* 2019 proyección.
 Fuente: BVC. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico VIII.16
 FLUJOS POR PAGO DE INTERESES
 Y AMORTIZACIONES DE DEUDA
 CORPORATIVA



* Deuda estandarizada excluyendo CDTs Findeter y titularizaciones.
 Fuente: BVC. Cálculos: Corficolombiana.

UN ARGUMENTO PARA GESTIONAR LA DEUDA DE SU EMPRESA

Andrés Felipe Beltrán
Rafael España Amador

Como lo hemos mencionado en el Capítulo de Mercado de Deuda, 2019 trae varios retos en materia macroeconómica y fiscal tanto para el país como para las compañías del sector real en general. Por esta razón, las empresas que no han re-perfilado el plazo de sus pasivos en el último año deben apresurarse a gestionarlos antes de finalizar el primer semestre de 2019 pues esperamos que las condiciones crediticias de corto plazo cambien ante presiones inflacionarias temporales y posibles ajustes de la política monetaria del Banco de la República.

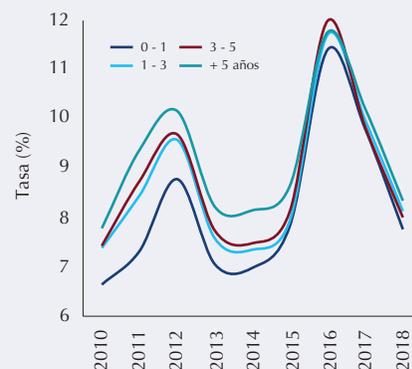
Al observar los retos enumerados en el Capítulo de Mercado de Deuda, encontramos que la reducción de la liquidez disponible a nivel internacional, la incertidumbre sobre la prima de riesgo de Colombia, una situación fiscal del país sin resolver, y el aumento en presiones inflacionarias harán que el próximo año el mercado de deuda no sea tan atractivo como 2018 para aquellas compañías que deseen acceder a este tipo de fuente de financiamiento. Ante este escenario, hemos evaluado el comportamiento reciente de las tasas de interés a la que se endeudan las empresas en Colombia y concluimos que la coyuntura actual todavía brinda una oportunidad para que las empresas que no lograron refinanciar sus pasivos en estos dos últimos años se apresuren a gestionarlos antes del segundo semestre de 2019. Dos razones que soportan nuestra afirmación son: 1) las tasas de interés a las que se endeuda el sector corporativo se encuentran en mínimos de los últimos tres años y 2) no esperamos que el costo de endeudamiento continúe disminuyendo pues los riesgos están inclinados hacia aumentos en las tasas de interés.

Las tasas de interés de los últimos ocho años: una montaña rusa

Aunque las tasas de interés en este momento son levemente más altas que en 2010, las grandes compañías apenas tuvieron un respiro en 2018 luego de dos periodos de fuerte estrés: 2010-2012 y 2015-2016, cuando el costo de endeudamiento aumentó significativamente para los dos tipos de fuentes de financiamiento que usan estas empresas: créditos comerciales y deuda en el mercado público de valores. Actualmente, tanto las tasas de los créditos comerciales como las de los títulos corporativos han disminuido significativamente y se encuentran en los niveles más bajos de los últimos tres años.

El primer episodio en el cual el costo de endeudamiento aumentó comprende el periodo 2010-2012, después de que el Banco de la República (BanRep) redujera el estímulo monetario que había realizado por motivo de la crisis financiera de 2008 y aumentara su tasa de intervención de 3.0% hasta 5.25% en 2012. Ante este evento, las tasas de interés a las que prestaban los establecimientos de crédito aumentaron 300 puntos básicos, al pasar de 6.0% a 9.0% para préstamos con plazo menor a un año y de 7.0% a 10.0% para préstamos a más de cinco años (Gráfico VIII.17). Adicionalmente, el monto desembolsado por los establecimientos de crédito disminuyó en

Gráfico VIII.17
TASA DE INTERÉS PROMEDIO DE LOS CRÉDITOS COMERCIALES POR PLAZO



* Datos hasta septiembre de 2018.
Fuente: Bloomberg. Cálculos Corficolombiana.

un 48.4% al pasar de 96,022 a 49,558 millones de pesos entre 2010 y 2011, la reducción más grande que ha ocurrido en los últimos ocho años.

El segundo episodio se enmarca entre finales de 2015 y mediados de 2016 y fue resultado de una “tormenta perfecta” que comenzó poco después de que los precios del petróleo cayeran. Durante este periodo, 1) el aumento de 325 puntos básicos en la tasa de intervención del BanRep se transmitió a todo el mercado, 2) la tasa a la que prestaban los establecimientos de crédito superó el 11.0% para todos los plazos (Gráfico VIII.17), 3) la oferta y demanda de créditos comerciales disminuyó significativamente, haciendo que el monto desembolsado por los establecimientos de crédito cayera alrededor de un 22.0% (de 80,451 a 62,996 millones de pesos), y 4) las tasas de interés de los títulos de deuda en el mercado público de valores oscilaron alrededor del 10.0% para todos los plazos. Ante este alto costo, las empresas no podían o no deseaban adquirir recursos y, las pocas que lo hacían, se enfrentaban al endurecimiento en los requerimientos que exigían los establecimientos de crédito para otorgar préstamos.

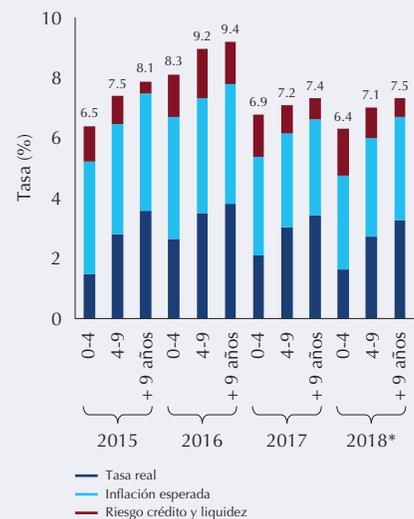
¿Por qué reestructurar los pasivos de su empresa a más tardar en el primer semestre de 2019?

Porque en el segundo semestre de 2019 los riesgos están inclinados hacia aumentos en las tasas de interés. En particular, el incremento en la tasa de intervención de los bancos centrales de Colombia y Estados Unidos, las presiones al alza sobre la inflación y una mayor volatilidad en los mercados de países emergentes –que generalmente aumenta las primas de riesgo– nos hacen pensar que la probabilidad de ver tasas de interés en niveles más bajos a los actuales es considerablemente baja.

A septiembre de 2018, el costo de endeudamiento para las empresas se encontraba en un nivel considerablemente bajo respecto a años anteriores. Mientras que las tasas de interés de los créditos comerciales se encontraban en promedio entre 7.7% y 8.3% para préstamos a 1 y 5 años (Gráfico VIII.17) respectivamente, las de los títulos corporativos en el mercado de valores se encontraban en un rango entre 6.1% y 8.1% dependiendo del plazo y del tipo de emisión -IPC o TF- (Gráfico VIII.18 y VIII.19). Un mayor optimismo unido al alto nivel de liquidez disponible en el mercado, durante el primer semestre de 2018, son los factores que explican por qué hoy las tasas de interés de a más de cuatro años son de las más bajas de los últimos tres años.

Esta oportunidad de gestionar el plazo de los pasivos no es exclusiva del sector corporativo, recordemos que en octubre de 2018 el

Gráfico VIII.18
 COMPONENTES QUE EXPLICAN LA TASA DE INTERÉS DE LOS TÍTULOS CORPORATIVOS EN TASA FIJA POR PLAZO



* Datos hasta septiembre de 2018.
 Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico VIII.19
 COMPONENTES QUE EXPLICAN LA TASA DE INTERÉS DE LOS TÍTULOS CORPORATIVOS INDEXADOS EN INFLACIÓN POR PLAZO



* Datos hasta septiembre de 2018.
 Fuente: Precia. Cálculos: Corficolombiana.

gobierno colombiano re-balanceó su pasivo mediante recompras de pasivos de corto plazo y emisiones de títulos a mayores plazos. Lo anterior, le permitió extender el plazo de su deuda y liberar recursos para el presupuesto de la Nación a costos competitivos, ventajas que creemos las empresas también podrían aprovechar.

Nuestra recomendación para las empresas del sector real que no lograron refinanciar sus pasivos en estos dos últimos años es que se apresuren a gestionarlos, pues 2019 trae consigo varios retos que pueden generar aumentos en las tasas de interés para el sector real y que, a su vez, pueden complicar la liquidez en el mercado de deuda.

En particular, y teniendo en cuenta la capacidad de endeudamiento de cada empresa, **consideramos que el mejor mecanismo para que las compañías del sector real se financien durante el primer semestre de 2019 es a través de la emisión de títulos o consecución de créditos en tasa fija con vencimiento mayor a 4 años.** Nuestra expectativa es que los aumentos en la tasa de intervención del BanRep y su posterior transmisión a los títulos del mercado de valores y a los créditos que ofrecen los establecimientos de crédito ocurran en el segundo semestre de 2019. Endeudarse de otra manera, por ejemplo con títulos indexados al IPC, es exponerse a un aumento en el monto de la deuda ante la incertidumbre inflacionaria del segundo semestre de 2019 e inicios de 2020.

En conclusión, los retos planteados para 2019 posiblemente encarecerán las tasas de interés a las que accede el sector corporativo real tanto en el mercado público de valores como en los préstamos que otorgan los establecimientos de crédito. Ante este panorama, si su empresa no logró aprovechar el periodo de tasas de bajas entre 2017 y 2018, debe apresurarse a gestionar sus pasivos preferiblemente durante la primera mitad de 2019. Ahora, entendiendo que cada compañía posee un perfil de crédito particular, consideramos oportuno que se asesore con un banquero de inversión para definir las mejores oportunidades de consecución de recursos vía deuda.

Si desea más información sobre el costo de endeudamiento corporativo en Colombia lo invitamos a que revise nuestro informe “Deuda: Por qué debe refinanciar el pasivo de su empresa hoy” de octubre 22 de 2018, en la sección [Análisis de Finanzas Corporativas](#) en nuestra página web, o puede contactar al equipo de finanzas corporativas para una explicación más detallada.

IX. Mercado Accionario: Equilibrio desacoplado

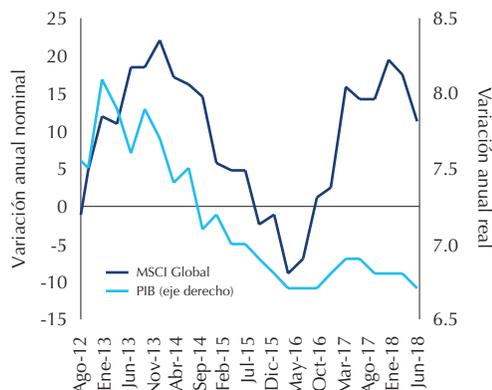
Andrés Duarte Pérez
Laura Daniela Parra Pérez

Gráfico IX.1
COMPRA DE ACTIVOS BANCOS
CENTRALES Y FLUJO DE CAPITAL
HACIA EMERGENTES



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico IX.2
CRECIMIENTO CHINO Y EL MERCADO
ACCIONARIO GLOBAL



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

Durante el cuarto trimestre de 2018, varios mercados accionarios a nivel mundial comenzaron a presentar comportamientos que anticipábamos –y esperamos se mantengan– en 2019, con un desempeño heterogéneo tanto a nivel de los mercados internacionales, como a nivel sectorial en Colombia, mientras incrementa la aversión al riesgo global. El común denominador continuará siendo las condiciones más restrictivas de liquidez, a partir de un proceso de normalización monetaria internacional desacoplado, con países que aún no han terminado sus programas de suavización cuantitativa como Japón, países que esperan continuar incrementando las tasas de referencia como EEUU, y países como Colombia, donde esperamos que BanRep comience a subir su tasa de interés durante el segundo semestre de 2019.

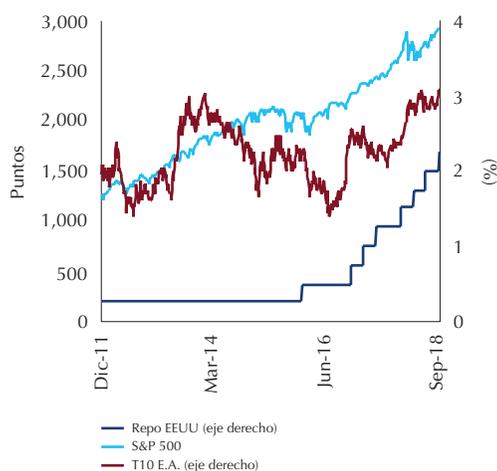
Esperamos que los eventos de corrección y volatilidad aumenten, junto con la necesidad de analizar y verificar de manera discriminada el efecto económico o financiero de los acontecimientos que generan más ruido a nivel internacional, como el Brexit, el incremento en las tarifas comerciales a nivel mundial, las políticas impuestas por los recientemente electos presidentes en México y Brasil, entre otros. Mientras que, en el plano local, debemos corroborar que los resultados corporativos sean consistentes con la recuperación económica esperada para Colombia, el impacto de la Ley de Financiamiento sobre esta última, y qué tan diferenciado va a ser el trato de la inversión extranjera sobre los países emergentes, de acuerdo con diferentes medidas de vulnerabilidad y fortaleza.

Sustentamos nuestras expectativas para los mercados internacionales y para Colombia a partir de un análisis fundamental, enmarcado en un enfoque de inversión top-down, sin perder de vista la presencia de factores que impiden que los activos se acerquen a su valor intrínseco. En la primera parte de este capítulo, establecemos las expectativas para los principales mercados accionarios a nivel mundial, a partir del análisis de variables que pueden tener un impacto transversal, aunque diferenciado, para los diferentes índices, así como variables específicas de cada mercado internacional, incluyendo elementos de valoración relativa.

En la segunda parte nos concentramos en Colombia, habiendo contextualizado al mercado accionario local en el ámbito

Gráfico IX.3

TASA REPO FED, TREASURIES 10 AÑOS Y S&P 500



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico IX.4

RELACIÓN PRECIO/GANANCIAS S&P 500



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

internacional, reconociendo el elevado impacto de los flujos de capital internacional sobre el valor de los activos locales. Realizamos el análisis para el mercado agregado, así como de manera sectorial.

PARTE I: MERCADOS ACCIONARIOS INTERNACIONALES

Elementos transversales

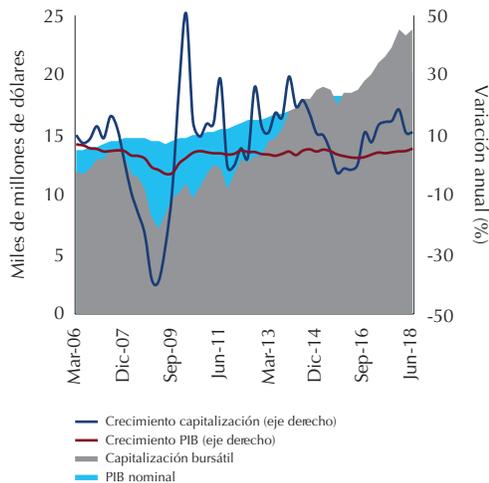
Condiciones de liquidez global: Anticipamos condiciones de liquidez menos expansivas a nivel global. En efecto, los programas de suavización cuantitativa de los principales cuatro bancos centrales (Fed, Banco Central Europeo -BCE-, Banco de Inglaterra -BoE-, Banco de Japón -BoJ-) se reducirían hasta 30 mil millones de dólares al cierre de 2019, lo que restringiría significativamente la liquidez mundial (Ver capítulo de Contexto Externo). Esperamos que la menor disponibilidad de nuevos recursos afecte principalmente el desempeño de los mercados emergentes (Gráfico IX.1), con flujos de inversión más selectivos, razón por la cual esperamos que se presente un tratamiento discriminado por mercado emergente, caso en el cual Colombia se encuentra en una situación levemente positiva (Ver Recuadro. Desafíos Emergentes).

Guerra comercial: A nivel internacional, el impacto de la guerra comercial cobrará importancia en el desempeño de múltiples índices accionarios, ya sea directamente, o a partir del hecho de que el desempeño de los mercados de capitales desarrollados afecta los parámetros de valoración de todos los activos financieros (para más detalles ver Recuadro de Vulnerabilidad Emergente).

Más allá de las consecuencias económicas agregadas que tenga la guerra comercial en EEUU, y de que el impacto de la guerra comercial estaría contenido en aquellos sectores afectados por las medidas proteccionistas, esperamos que al mercado de capitales se vea afectado, teniendo en cuenta que, en 2018 el sector protagonista del S&P 500 ha sido el sector tecnológico, que representa el 21% del índice S&P 500 (al cierre de 3T18), y de acuerdo con Factset, es el sector con mayor exposición al comercio internacional, con ventas fuera de EEUU que participan del 57% del total.

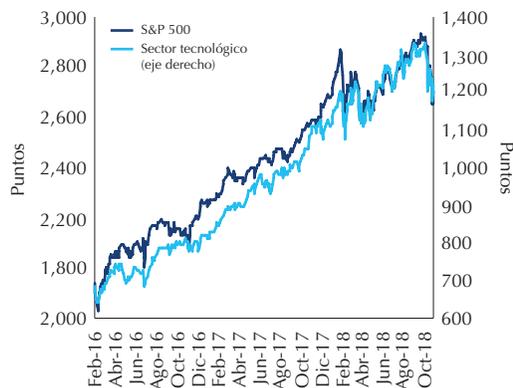
China desacelerándose: La relevancia global de la economía china se evidencia en la renta variable mundial medida por el índice MSCI Global (Gráfico IX.2). Durante periodos de desaceleración, el crecimiento chino incide negativamente sobre el rendimiento de los mercados accionarios a nivel agregado, pero cuando se estabiliza el crecimiento económico, como a partir de 2016, esta variable

Gráfico IX.5
 EEUU: CAPITALIZACIÓN S&P 500 Y PIB NOMINAL



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico IX.6
 S&P 500 AL RITMO DEL SECTOR TECNOLÓGICO



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

pierde su relevancia. Dado que esperamos estabilización en el crecimiento de China con un sesgo leve a la baja, esta variable no debería incidir significativamente el próximo año. Ahora bien, en caso de que el gobierno chino pierda el control sobre la situación del crédito corporativo, uno de los más grandes riesgos de 2018 que no se materializó, así como en caso de que la guerra comercial impacte negativa y drásticamente al crecimiento chino, creemos que los mercados accionarios a nivel global se verían perjudicados, a causa del incremento sobre la aversión al riesgo.

Tasas de EEUU al alza: Durante el periodo en el que la tasa repo de la Fed pasó de 0.25% a 2.25%, el S&P 500 se valorizó más de 45% pese a que aumentó el costo del endeudamiento y la liquidez es menos holgada. Factores como la elección de Trump y su reforma tributaria han sido positivos para el mercado, así como los excelentes resultados que vienen presentando los emisores a nivel del crecimiento anual de sus utilidades. Este comportamiento no puede mantenerse indefinidamente, pero lo cierto es que no se puede concluir que va a darse una corrección a la baja a partir de esta variable, especialmente debido a la gradualidad de los aumentos en las tasas de referencia. En todo caso, si utilizáramos una acción teórica con dividend yield de 1.75% (actual para el S&P 500), teniendo en cuenta el crecimiento esperado en las utilidades (para 2019, el crecimiento anual esperado en las utilidades va a ser mucho menor –la mitad– respecto a 2018), cuatro incrementos de 25 pbs en la tasa de la Fed desde septiembre de 2018 (uno en 2018 y tres en 2019), el crecimiento potencial del PIB de EEUU de 3.3% real y la transmisión del incremento en tasas de la Fed a los bonos del tesoro a 10 años (aproximadamente 45%), la pérdida de valor de esta acción debido al incremento en las tasas de la Fed sería del 15.6%. Sin embargo, la valoración por descuento de dividendos utilizada para el ejercicio es la más sensible a los cambios en parámetros, por lo cual no pasa de ser una referencia teórica (Gráfico 3).

Mercado de EEUU

Valoración relativa: Durante los últimos dos años, señalamos que los índices accionarios estadounidenses, especialmente el S&P 500, podrían seguir valorizándose, primero a partir del espacio de la relación precio a ganancias (P/E), luego, mostrando que a pesar de las significativas valorizaciones del mercado accionario, los dividendos repartidos se estaban ajustando a estas valorizaciones de mercado (*dividend yield estable*), y finalmente, por el hecho de que los resultados corporativos continuarían mejorando, permitiendo valorizaciones en los precios, mientras que el múltiplo P/E se

Gráfico IX.7

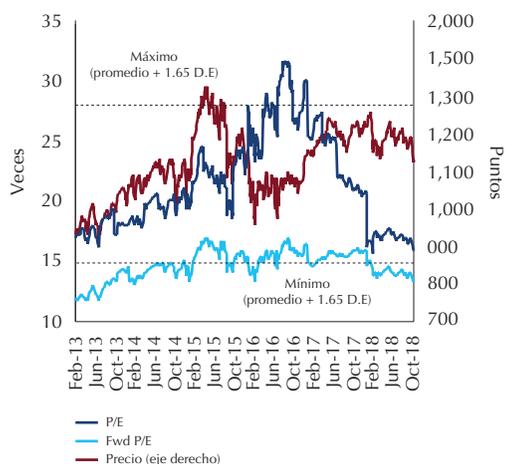
CARTERA, CALIDAD DE LA CARTERA FDIC Y PIB DE EEUU



Fuente: Haver Analytics, Fdic.
Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico IX.8

RELACIÓN PRECIO/GANANCIAS MSCI PAN EURO



Fuente: Bloomberg Cálculos: Corficolombiana.

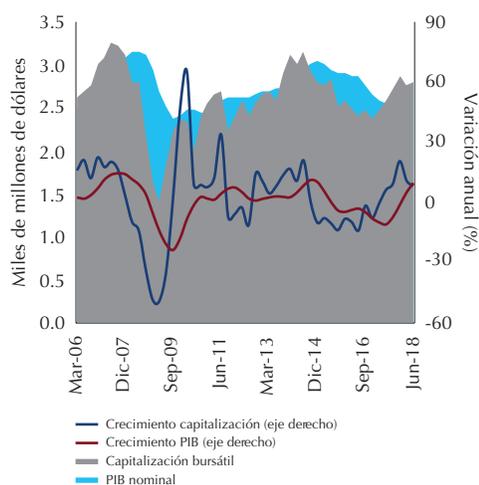
estabilizaba en un nivel elevado (Gráfico IX.4). Cambiamos esta postura durante 3T18 (ver “Fragilidad del S&P 500” en [Informe Semanal - Octubre 1 de 2018](#)), debido a que el elevado desempeño del S&P 500 se había mantenido gracias a la valorización de pocas especies concentradas en el sector tecnológico. Lo anterior, a pesar de que la corrección a la baja de mayo en la relación precio ganancias (histórica y esperada), junto con el alto crecimiento esperado en utilidades y ventas agregado para 3T18 y 4T18, resultaron en un mayor espacio de valorización.

En cuanto a la relación de capitalización bursátil y PIB nominal, el nivel actual de 117.3% (2T18) evidencia un espacio de corrección a la baja importante, hacia un nivel inferior al 100% (Gráfico IX.5). Teniendo en cuenta que el promedio de diez años del indicador se ubica en 89.2% y el valor máximo antes de la crisis financiera fue de 95.1%. Ahora bien, se puede justificar el crecimiento de la capitalización bursátil por encima del crecimiento del PIB en EEUU a partir de un mejor desempeño en utilidades y ventas de los emisores que venden más fuera de EEUU, pero esto a su vez evidencia cierto desacoplamiento entre el mercado accionario y el crecimiento del país, y en todo caso, el desempeño de estas utilidades se ve amenazado por la guerra comercial.

EEUU y su fragilidad bursátil: Aunque consideramos que hay razones de peso que justifican la valorización del mercado accionario estadounidense como: i) resultados corporativos sólidos, que continuaron creciendo notablemente a pesar del fortalecimiento del dólar, ii) repatriación de recursos que en parte son utilizados en la recompra de acciones (*buybacks*), así como iii) una mayor repartición de dividendos, iv) nivel de capitalización elevado en los bancos de importancia sistémica, v) impulso al sector privado proveniente de la reforma tributaria de la administración de Trump, vi) bajo desempleo e inflación contenida, entre otras variables, la valorización del mercado accionario no fue homogénea (en respuesta a las razones listadas), sino concentrada en pocos emisores del sector tecnológico, como ya lo mencionamos (Gráfico 6). Para 2019 tanto el crecimiento de las ventas y utilidades como el efecto de la reforma tributaria van a ser menores que en 2018 por efecto base, mientras que el potencial negativo de la guerra comercial se mantiene latente. Por esta razón, esperamos una corrección a la baja en dicho mercado accionario en 2019, el ajuste podría ser significativo en la medida en que muy pocas acciones mantuvieron al alza el índice durante 2018.

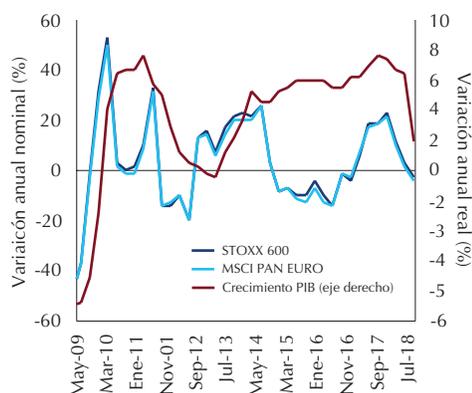
Sector financiero estadounidense: A raíz de i) la continua valorización del mercado accionario estadounidense durante 2018 (hasta mediados

Gráfico IX.9
 REINO UNIDO: CAPITALIZACIÓN FTSE Y PIB NOMINAL



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico IX.10
 PIB EUROPEO Y DESEMPEÑO ACCIONARIO



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

de septiembre), ii) la creciente preocupación respecto a una futura recesión en dicho país y iii) la revisión a su regulación bancaria, se han planteado cuestionamientos respecto al estado del sistema financiero de EEUU, de cara a una situación de crisis (bursátil, económica, etc.), así como inquietudes respecto al apalancamiento corporativo en las economías desarrolladas. Teniendo en cuenta lo anterior, realizamos un análisis de la situación actual del sistema financiero, concluyendo que este no representa un riesgo para el mercado de capitales ni las perspectivas económicas del país, contrario a la situación que se presentó antes de la crisis financiera de 2007 (Gráfico 7). De hecho, el sistema bancario actual está bien capitalizado, y con capacidad de expandir su cartera de créditos. Así las cosas, el problema del endeudamiento se encuentra en el mercado de bonos corporativos, y no en la cartera de créditos del sistema bancario.

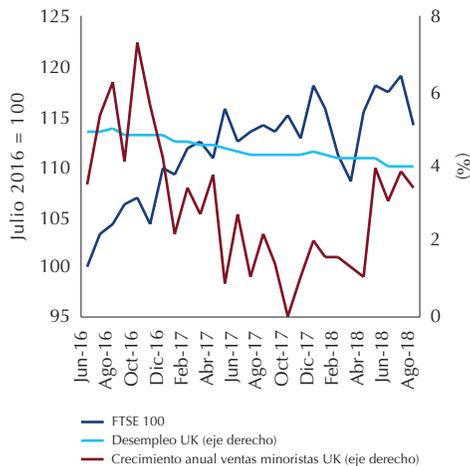
De acuerdo con Factset, se esperan crecimientos de 20.6% a/a para las utilidades y de 5.9% a/a para las ventas del índice S&P 500 en 2018 y de 10.3% a/a y 5.2% a/a para las ventas y las utilidades de 2019. Mientras tanto, la valoración de 2018 pasará de 9.6% año corrido, desde el cierre de 2017 al 20 de septiembre de 2018, a un nivel levemente positivo para el año completo, luego de las correcciones de mercado iniciadas al cierre de septiembre. Creemos que los eventos de corrección a la baja y el incremento en la volatilidad van a continuar presentándose en el mercado estadounidense durante 2019, resultando muy probablemente en una desvalorización de alrededor del 15%. Bajo un escenario positivo, se presentaría una valorización anual leve, y en todo caso la volatilidad sería elevada.

Mercado Europeo y Reino Unido

Valoración relativa: Durante los últimos seis años, el espacio de valorización de los mercados accionarios europeos frente al estadounidense ha hecho parte de diferentes tesis de inversión. Inicialmente, el bajo nivel de apalancamiento corporativo era parte del argumento, sin embargo, este ya no es el caso. Mientras tanto, durante los últimos dos años, los resultados corporativos en la Eurozona han sido mucho más modestos que los que se presentan en EEUU, aunque para 3T18 ya se esperan crecimientos anuales en utilidades superiores al 10% (13.6% a/a para el Stoxx 600, 10.4% excluyendo al sector de petróleo y gas), lo cual haría más atractivos a los mercados accionarios europeos.

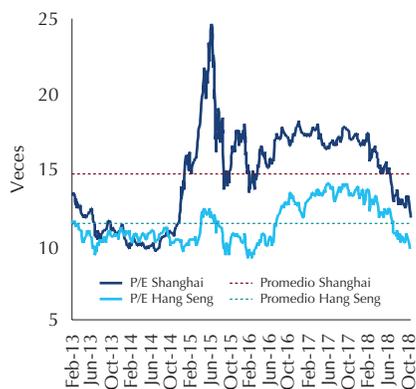
Sin embargo, es probable que el amplio espacio de valorización que presentan dichos índices a partir de los múltiplos de valoración deteriorados desde mediados de 2016, con un P/E de 15.9x frente a

Gráfico IX.11
BREXIT: ÍNDICES BURSÁTILES Y
VARIABLES MACRO



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico IX.12
RELACIÓN PRECIO/GANANCIAS CHINA



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

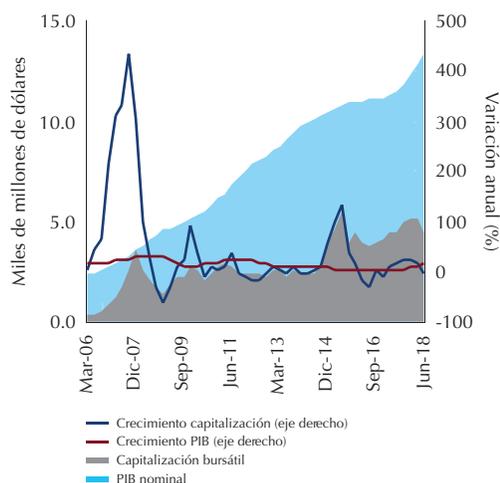
21.4x promedio en el MSCI Pan Euro (Gráfico 8), no llegue a cerrarse debido a los siguientes elementos: i) el programa de suavización cuantitativa europeo muy probablemente termine en 2018 y es incierto el momento a partir del cual se reduciría la hoja de balance del BCE, así como el inicio de los incrementos en la tasa de interés de referencia ii) aún no es claro el efecto del conflicto comercial con EEUU sobre la economía ni sobre los mercados accionarios y la posibilidad de aranceles permanece como un riesgo latente, iii) la crítica situación de la deuda italiana, que podría derivar en una crisis y al tratarse de la tercera economía de la Eurozona, tendría un efecto contagio mucho más importante que el de Grecia además de la intención de ese país de mantenerse en la Unión Europea sin ajustarse fiscalmente y iv) la debilidad de la coalición de gobierno de Ángela Merkel en Alemania, que impacta negativamente a toda la Eurozona.

Capitalización y PIB: Tanto el mercado europeo como el inglés se encuentran en niveles cercanos al promedio de diez años en sus indicadores de capitalización sobre PIB nominal (Gráfico 9), por lo que en este momento esta variable no es tan relevante. Sin embargo, encontramos la situación en Italia como una fuente de inestabilidad que puede resultar en correcciones a la baja para el mercado accionario europeo, mientras que el mercado accionario inglés podría capitalizarse más con cierta facilidad mientras no se evidencie debilidad interna (demanda, empleo, etc.) a raíz del *Brexit*, y la devaluación de la libra esterlina siga favoreciendo al mercado accionario.

Europa sin fortaleza va a eliminar su QE: En lo corrido del año, el MSCI Pan Euro y el EuroStoxx 600 se han desvalorizado 9.2% y 9.5% respectivamente, en línea con la desaceleración económica del bloque (Gráfico 10), mientras que en 2017 dichos índices aumentaron 6.2% y 7.7% correspondientemente. Las perspectivas económicas no son favorables por lo que un repunte frente al débil desempeño de 2018 luce poco factible teniendo en cuenta que esperamos una profundización en la desaceleración en el crecimiento para el próximo año.

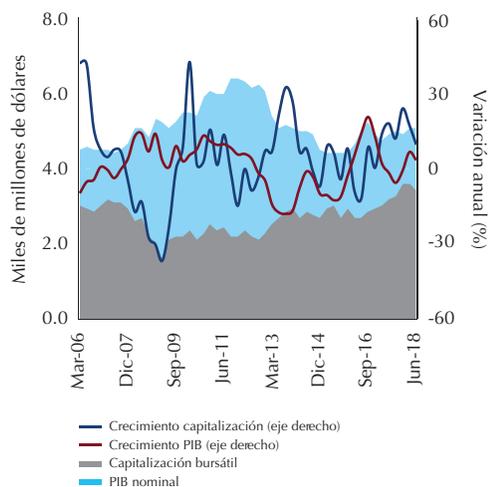
Reino Unido y Brexit: En relación al Brexit, recordemos que la única predicción que se cumplió durante 2018 fue la devaluación de la libra esterlina, las demás variables dan cuenta de un fortalecimiento y mejora en las condiciones económicas, si bien al cierre del año se observa cierto debilitamiento. Mientras no se evidencie un deterioro real como efecto del Brexit, los mercados accionarios no tienen por qué afectarse (Gráfico 11).

Gráfico IX.13
 CHINA: CAPITALIZACIÓN SHANGHAI COMPOSITE Y PIB NOMINAL



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico IX.14
 JAPÓN: CAPITALIZACIÓN NIKKEI Y PIB NOMINAL



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

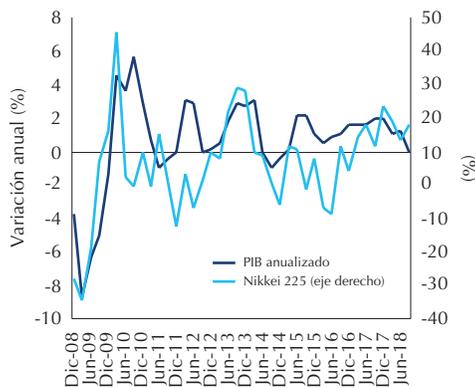
El desempleo en el Reino Unido está en su punto mínimo desde 1975 dos años después de firmado el Brexit, la economía está creciendo, y a más de un año de terminado su programa de suavización cuantitativa, el BOE ha comenzado a dar señales sobre la venta del stock de bonos acumulados por 435 miles de millones de libras esterlinas. A la fecha, la única predicción que se ha cumplido respecto al Brexit es la devaluación de la libra esterlina, ello ha beneficiado a las exportaciones británicas, mientras que el consumo interno privado sigue jalando al PIB (66% aproximadamente). A la fecha, Trump no ha dado señales de enemistad comercial con el Reino Unido, por lo que es más probable que el mercado accionario británico logre cristalizar las mayores valorizaciones potenciales que muestran sus múltiplos (P/E de 15.6x actual, frente a su promedio de 26.2x).

Mercado chino

Fundamentales y contrapesos: Aunque el crecimiento del PIB de 6.5% a/a real en 3T18 es el más bajo desde 2009, el comportamiento sus mercados accionarios no se asocia en mayor medida a esta variable, aunque reconocemos que el efecto de la guerra comercial con EEUU sí podría perjudicar la actividad económica, pues la desaceleración del crecimiento dejaría de ser gradual, tratándose de una economía donde las exportaciones son uno de los factores de crecimiento más importantes. Asimismo, el endeudamiento de alrededor del 300% del PIB (de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional) sin incluir la deuda de gobiernos locales (40% del PIB de acuerdo con Standard & Poor's), no ha afectado a los mercados de capitales locales pero permanece como un riesgo latente.

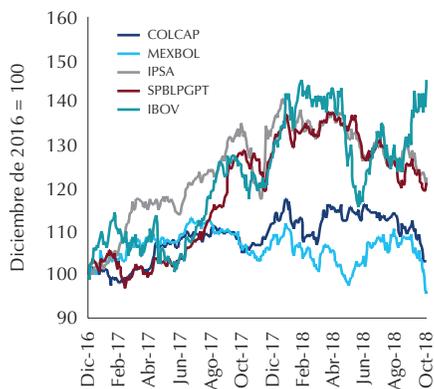
Por otro lado, durante octubre vimos valorizaciones diarias superiores al 4% en los mercados accionarios gracias al anuncio de estímulos y apoyo por parte del gobierno. Adicionalmente, la inclusión de A-Shares dentro del índice MSCI emergente representa un flujo importante de inversión para este mercado (ver Mercados Accionarios en Informe Semanal - Septiembre 17 de 2018), balanceando un poco el panorama de los mercados chinos, al punto de que sus principales índices inclusive podrían valorizarse levemente durante 2019. En conclusión, la incorporación de los fundamentales debería jalonar a los mercados a la baja, mientras que el estímulo del gobierno va a resultar en correcciones al alza, independientemente de lo caro o barato que resulten los mercados a partir de los múltiplos de valoración (Gráfico IX.12). Al cierre de 3T18, los mercados accionarios tenían P/E es de 11.7x y 9.7x para el Shanghai Composite y el Hang Seng Index, frente a promedios de 14.6x y 11.4x.

Gráfico IX.15
PIB DE JAPÓN E ÍNDICE NIKKEI



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico IX.16
DESEMPEÑO ACCIONARIO EN LATINOAMÉRICA



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

Capitalización y PIB: Finalmente, el nivel de capitalización accionaria con respecto al PIB (18.1% para el Hang Seng y 34% para el Shanghai Composite) se encuentra por debajo del promedio de los últimos diez años y parece bajo frente a lo que vemos en otros mercados (Gráfico 13), constituyéndose en un argumento fundamental de valorización, en caso de que el país logre superar el tema de la guerra comercial con EEUU.

Mercado japonés

Política monetaria y PIB: El BOJ es dueño de las de tres cuartas partes de los ETFs sobre el mercado accionario japonés, ubicando su participación sobre la capitalización del mercado en aproximadamente 4%. Ello sumado a que no se esperan cambios en el programa de suavización cuantitativa del BOJ, implica una demanda constante que le resta importancia a las consideraciones de valoración relativa del mercado accionario.

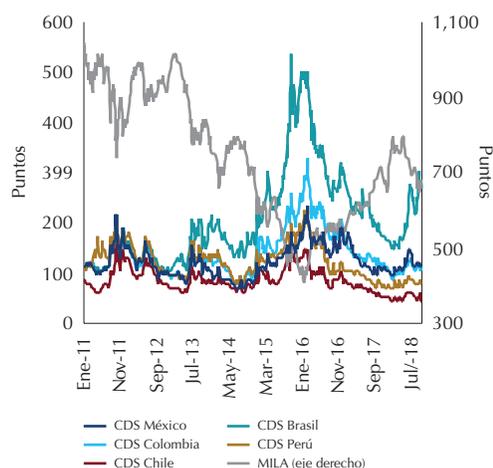
En lo que concierne a la relación de capitalización bursátil y PIB (Gráfico IX.14), Japón se ubica en 68.2%, cercano a su máximo en los últimos doce años de 74% y superior al promedio de diez años de 50.6%, por lo que no vemos espacio de valorización. Además, las pobres perspectivas de crecimiento soportan la tendencia a la baja pues en lo corrido del año, hasta 3T18, el índice Nikkei se ha desvalorizado 6.9% en línea con la desaceleración económica, mientras que en 2017 el índice se valorizó 19.1% (Gráfico IX.15) de acuerdo con el crecimiento económico positivo.

Vale la pena mencionar que uno de los principales riesgos para Japón es su elevada exposición ante posibles aranceles por parte de EEUU teniendo en cuenta que, del total de las exportaciones de 2017, 19.3% tuvieron como destino EEUU. Adicionalmente, el principal rubro de exportación hacia EEUU son los vehículos, que representaron el 37.8% del valor exportado hacia EEUU, (34.9% del total de ventas externas de vehículos se da en EEUU). Teniendo en cuenta que el yen japonés es un activo de refugio, su fortalecimiento no beneficiaría a esta economía exportadora.

Mercados Latam

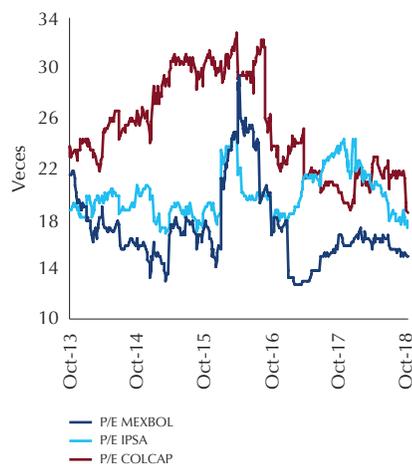
El complejo panorama externo no es solo un reto para Colombia, sino también para sus pares latinoamericanos. En efecto, el incremento en las tasas de interés de la Fed, así como unas condiciones de liquidez menos expansivas implican una menor disposición de fondos a nivel global. Además, la volatilidad

Gráfico IX.17
 CDS LATINOS E ÍNDICE MILA



Fuente: Bloomberg.

Gráfico IX.18
 RELACIÓN PRECIO/GANANCIAS LATAM



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

emergente y las tensiones comerciales permanecen como riesgos latentes para estas economías. Ante eventos que incrementen la aversión al riesgo, muy probablemente se darían liquidaciones de posiciones a nivel regional, así como una salida de capitales. En cuanto al crecimiento, se espera una aceleración en la región (exceptuando a Chile) siendo Perú el de mayor ritmo de expansión, seguido por Colombia, Chile, México y Brasil. En lo corrido del año los índices accionarios de estas economías han registrado desvalorizaciones de 7.0%, 7.7%, 7.9% y 7.2% respectivamente mientras que en Brasil se han registrado valorizaciones por 12.2% (Gráfico IX.16).

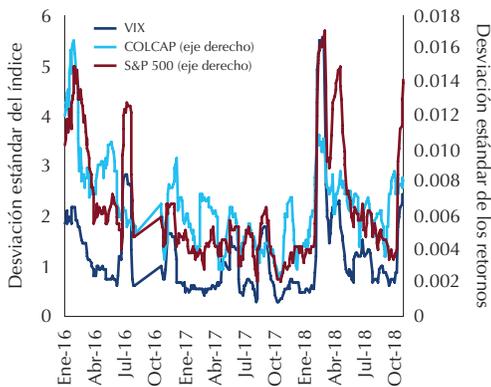
En cuanto a los mercados accionarios emergentes, pese a que lucen atractivos al compararlos con mercados desarrollados, es importante tener en mente que los flujos de inversión estarán direccionados hacia países con desbalances fiscales o externos contenidos y que cuenten con credibilidad en sus gobiernos para corregir dichos desequilibrios. La elección presidencial en Colombia, México y Brasil durante el segundo semestre de 2018 generó inestabilidad a nivel de los mercados de capitales. Una vez electos los presidentes, persiste la incertidumbre: al presidente colombiano le queda una labor muy complicada debido a la situación de gobernabilidad. El caso de México, hay atención sobre la capacidad del presidente para cumplir con sus promesas manteniendo la disciplina fiscal; finalmente, en Brasil, el presidente electo debe lograr pasar reformas cruciales, que dada la importancia de esta economía, pueden repercutir en el resto de Latinoamérica, como mínimo a nivel de flujos de inversión. Aun con los presidentes electos, la variable política continuará generando incertidumbre en 2019 (Gráfico IX.17).

PARTE II: COLOMBIA

En términos reales, el índice de capitalización ha disminuido a partir de su lanzamiento en enero de 2008, pues pasó de los 1,000 puntos en enero de 2008, a 1,463 a mediados de octubre de 2018, valorizándose 46.3% (3.6% promedio anual nominal, muy inferior al 7.7% a/a del PIB nominal promedio para el mismo periodo), mientras que el IPC pasó de 93.9 a 142.5, creciendo 51.8% (4.0% promedio anual). Lo anterior evidencia un pobre desempeño agregado del mercado accionario, e implica en sí mismo un espacio de valorización importante. Por otro lado, el pronunciado aumento del endeudamiento externo, entre otros factores, implican especial atención al tema fiscal. Aunque en ocasiones las asociaciones no son tan evidentes creemos que, en este momento, el adecuado manejo

Gráfico IX.19

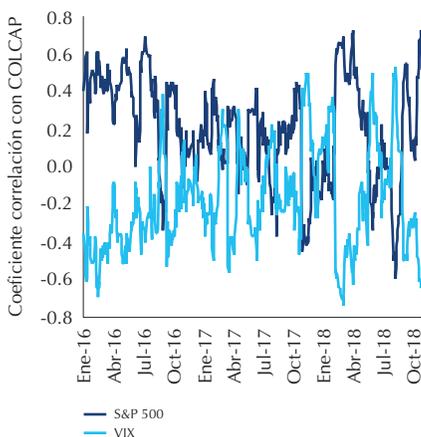
CONTAGIO: ÍNDICE VIX Y LA VOLATILIDAD DE LOS ÍNDICES COLCAP Y S&P 500



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico IX.20

CONTAGIO: EVOLUCIÓN DEL COEFICIENTE DE CORRELACIÓN DEL S&P 500 Y EL VIX CON EL ÍNDICE COLCAP



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

fiscal junto con la evidencia de recuperación en el crecimiento, van a ser los factores que permitan las valorizaciones que podrían esperarse a partir del nivel de los múltiplos de valoración a 3T18: P/E de 14.8x frente a 17.2x promedio, obtenido a partir de la adopción de IFRS en Colombia (Gráfico 18).

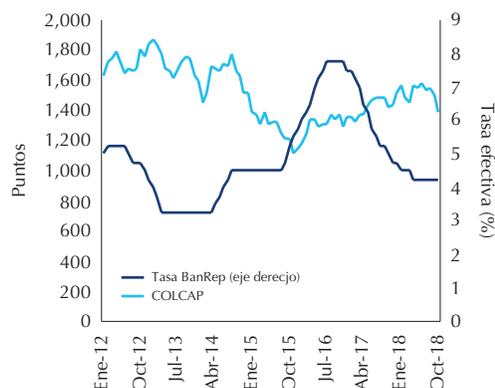
Variables transversales locales

Contagio: Es evidente que la volatilidad del mercado accionario colombiano (índice COLCAP) viene reflejando la volatilidad del mercado estadounidense (Gráfico 19). Evidentemente, la volatilidad no es constante en estos mercados, y lo que destacamos de 2T18 y 3T18 es que el mercado colombiano resultó menos volátil que el estadounidense, si bien durante septiembre se adelantó, junto con los demás mercados latinoamericanos, al incremento en la volatilidad que actualmente está experimentando EEUU. Resulta evidente que el efecto del mercado estadounidense sobre Colombia es uno de los riesgos que pueden impedir que algunas de las cotizaciones de las acciones locales logren el potencial de valorización que presentan al cierre de 2018, limitando así el incremento del índice completo. Lo anterior implica que para concluir sobre el mercado colombiano, debemos incorporar las variables que determinan en la volatilidad del mercado estadounidense, por ejemplo el desempeño del sector tecnológico (utilizamos una ventana móvil de 21 días de negociación para las mediciones).

Al evaluar las correlaciones encontramos que, a partir de la segunda semana de agosto, aumentó la correlación positiva entre los índices COLCAP y S&P 500, mientras que aumentó la correlación negativa con el VIX (Gráfico 20). Desafortunadamente, la relación se presenta básicamente cuando el desempeño estadounidense es negativo, por lo que el desempeño de EEUU en 2019 puede limitar la valorización local, sin que necesariamente la beneficie cuando su desempeño es favorable.

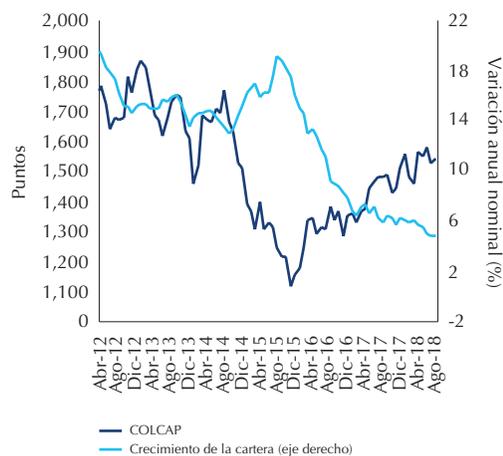
Tasas de interés: En 2018, BanRep redujo su tasa de interés en dos ocasiones, ubicándola en 4.25% y culminando el ciclo de reducciones encaminado a reactivar la economía. Para 2019, esperamos dos incrementos en la tasa durante la segunda mitad del año, de manera que la tasa terminaría el año en 4.75% llevando la política monetaria hacia un nivel más neutral, coherente con la suavización del ciclo económico. El efecto de lo anterior sobre el mercado accionario puede ser menor, aunque negativo (Gráfico 21), pues si bien el desempeño del índice accionario local se asocia positivamente al ciclo económico, el efecto esperado de las tasas

Gráfico IX.21
ÍNDICE COLCAP Y TASA DE INTERVENCIÓN DE BANREP



Fuente: Bloomberg y Banco de la República.

Gráfico IX.22
ÍNDICE COLCAP Y CRECIMIENTO DE LA CARTERA



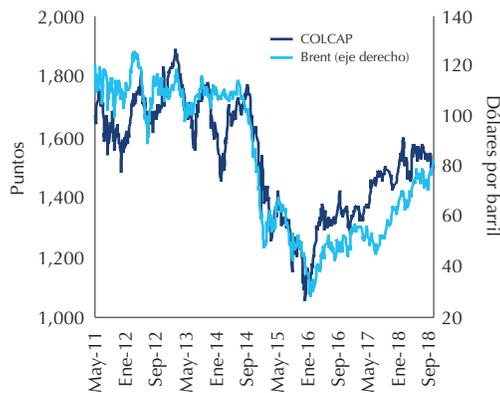
Fuente: Bloomberg y Superfinanciera.
 Cálculos: Corficolombiana.

de interés es contrario, dada su incidencia en el costo del capital. Es importante recordar que el efecto del incremento en las tasas de interés sobre el margen neto de intereses de los bancos es positivo, y en la canasta vigente del COLCAP para el cierre de 2018, la participación de los bancos y Grupo Aval asciende al 31.5%.

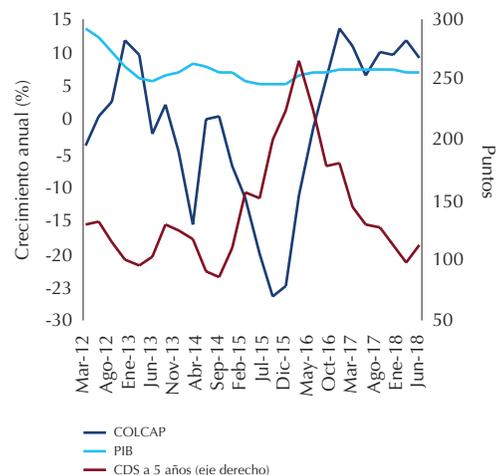
Cartera de créditos: El crecimiento de la cartera es una variable esencial para el desempeño del sector financiero y, dado que sectorialmente este último cuenta con la mayor participación dentro del índice accionario local (los emisores del sector financiero en conjunto representan el 42.1% del COLCAP, los bancos participan del 31.5% del índice), para inferir respecto al comportamiento del índice, es necesario analizar la cartera de créditos, que incide tanto en los emisores del sector, como en el resto de la economía (Gráfico 22). Para 2019, esperamos un crecimiento anual nominal de la cartera bruta del sistema bancario de alrededor de 7.5%, que representaría una recuperación importante desde los crecimientos alrededor de 4.5% en 2018 y de 6.2% en 2017. La leve recuperación anticipada en el crecimiento de la cartera coincide con la reactivación del subsector de edificaciones, la solución gradual de operaciones representativas de la cartera comercial, así como el continuo y buen desempeño del consumo privado. De ser este el caso, el mejor dinamismo de la colocación debería impulsar positivamente al índice local.

Hemos observado que pese al entorno operativo más adverso, los emisores acá analizados han protegido su posición de liquidez, manteniéndola estable, mientras sus resultados corporativos evidencian resiliencia. A pesar de lo anterior, no todos los sectores van a tener un flujo de fondos favorable durante 2019, lo cual podría encarecer su crédito bancario, especialmente en un momento en el que el riesgo crediticio ha contribuido notablemente a la desaceleración del crecimiento de la cartera comercial, por lo que la banca será más selectiva a la hora de expandir este tipo de cartera.

Precios del petróleo: Durante 2018, aumentó la relevancia del sector petrolero y la asociación positiva del índice COLCAP y la cotización del petróleo (Gráfico 23), ello fue especialmente notable dos meses después de la publicación de la canasta 3T18 del índice COLCAP, periodo durante el cual el índice disminuyó 1.84% su valor. De no haber sido por el aporte positivo de la acción de Ecopetrol, la pérdida habría superado el 6%. De acuerdo con el mercado de futuros de Chicago al cierre de septiembre, la expectativa de precios contenido en los contratos de futuros sobre el petróleo Brent, indica que al cierre de diciembre de 2019, este habrá disminuido 4.5% (respecto

Gráfico IX.23**ÍNDICE COLCAP Y PETRÓLEO BRENT**

Fuente: Bloomberg.

Gráfico IX.24**COLCAP, CRECIMIENTO Y AVERSIÓN AL RIESGO**

Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

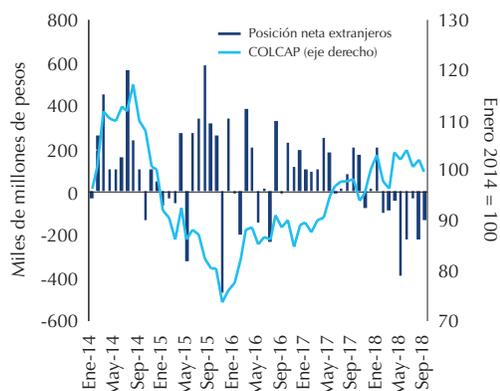
al cierre de septiembre). En caso de que en 2019 se presente una estabilización a un nivel de precios inferior al actual (nuestro escenario), el índice local se verá afectado negativamente, o dejaría de contar con el impulso positivo de los emisores del sector petrolero.

Mientras tanto, e independientemente de lo que ocurra con la cotización del crudo en 2019, estimamos que la certificación de reservas de Ecopetrol al cierre de 2018 puede incrementar más de 6%, principalmente a partir de revisiones que tienen que ver con el nivel de precios y, en segundo lugar, por un mayor reconocimiento del recobro mejorado, lo cual deberá incidir positivamente sobre el mercado de capitales colombiano, no solo la acción de Ecopetrol.

PIB y aversión al riesgo: Dado que el mercado accionario local mantiene una asociación positiva con el crecimiento del PIB, y estamos esperando un mayor crecimiento económico para 2019 (3.4% real, 0.6 p.p. superior a 2018), el crecimiento del índice de capitalización debería ser consistente y positivo. Sin embargo, la incidencia de la aversión al riesgo país, medida por los CDS y el EMBI, en medio de un panorama de mayor volatilidad internacional con una acentuada incertidumbre respecto a los mercados emergentes, puede llegar a contrarrestar e inclusive cancelar el efecto fundamental positivo del crecimiento económico, sobre la capitalización de los emisores locales (Gráfico IX.24).

Operaciones puntuales: Creemos que a nivel bursátil 2019 va a ser más activo que el año que termina. EPM probablemente va a ofrecer el 10% que actualmente tiene sobre ISA, el Distrito de Bogotá puede intentar una vez más la venta de ETB, donde conserva el 86.4% de participación, así como ofrecer el restante del 20% de su participación sobre GEB que no fue vendida durante 2018 (9.4% por vender), mientras que GEB puede retomar el proceso de venta de su participación sobre Promigas donde participa del 15.2%. Por otro lado, debido al resultado de la aplicación de Basilea III en el cálculo de la solvencia de la banca colombiana, no esperamos emisiones de acciones o instrumentos híbridos por parte de los bancos locales. Por su parte, la flexibilización de las inversiones de las AFP y procurar listar más compañías públicas en la Bolsa de Valores, objetivos de la Misión del Mercado de Capitales, podrían beneficiar el mercado durante el segundo semestre de 2019. Finalmente, el incremento del porcentaje máximo de inversión de FONPET en ETFs representativos de índices accionarios debería resultar en un incremento en la creación de unidades de ETFs como el iCOLCAP, resultando en la valorización del índice, teniendo en cuenta los bajos volúmenes de negociación del mercado local.

Gráfico IX.25
 POSICIÓN NETA EXTRANJEROS E
 ÍNDICE COLCAP

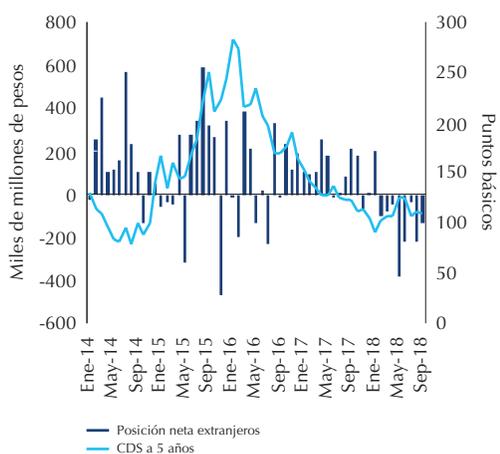


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.
 Cálculos: Corficolombiana.

Los extranjeros en el mercado local: En lo corrido del año, la volatilidad asociada a Argentina y Turquía desencadenó una salida de capitales en los mercados emergentes. Ello sumado al buen desempeño de la economía estadounidense, el incremento de tasas por parte de la Fed y el fortalecimiento del dólar, estarían impulsando aún más la reversión de flujos desde las economías emergentes hacia los mercados desarrollados. En 2018 los inversionistas extranjeros consolidarán una posición vendedora neta en el mercado accionario local (Gráfico IX.25), si bien gracias al buen nivel del precio del petróleo y la estabilización del tipo de cambio (hasta 3T18), los extranjeros fueron disminuyendo la magnitud de sus ventas netas.

Teniendo en cuenta que para 2019 esperamos entre dos y tres incrementos en la tasa de interés de la Fed, una reducción en la cotización internacional de crudo y, en consecuencia, una depreciación del tipo de cambio sumado a un deterioro en los CDS de 5 años (Gráfico IX.26), no esperamos una recuperación de la posición neta de los extranjeros en el próximo año, aunque creemos que Colombia tiene una posición relativa favorable frente a los demás emergentes.

Gráfico IX.26
 POSICIÓN NETA EXTRANJEROS Y CDS



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.
 Cálculos: Corficolombiana.

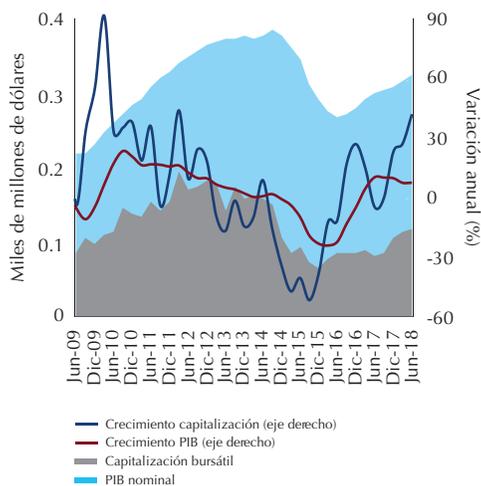
En relación a la capitalización bursátil con respecto al PIB, esperamos que el mercado colombiano pueda registrar valorizaciones que permitan que dicho indicador, que actualmente se encuentra en 35.9%, se acerque al promedio de los últimos diez años (38.2%), si bien señalamos que la eventual valorización del índice no se presentaría de manera homogénea en los diferentes sectores que componen el índice COLCAP (Gráfico IX.27).

Análisis por sector

Para cada sector, cruzamos el crecimiento anual de las ventas de los últimos cuatro trimestres con el crecimiento anual del PIB a partir del 4T14, utilizando los crecimientos nominales, con fin de sustentar el crecimiento esperado en ventas con nuestras expectativas de PIB. Complementamos la evaluación con el análisis de las posiciones netas de los diferentes agentes, haciendo énfasis en los inversionistas internacionales. Asimismo, realizamos el ejercicio de revisar la valoración relativa para todos los emisores, de acuerdo con la relación precio a ganancias (P/E), precio a valor en libros (P/BV) y el múltiplo EBITDA (Valor empresarial/EBITDA), teniendo en cuenta los valores actuales, los promedios de los emisores desde 2016 cuando inició la aplicación de las IFRS, y de los comparables de cada empresa. Finalmente, analizamos algunas variables específicas que van a tener incidencia en el sector específico en 2019.

Gráfico IX.27

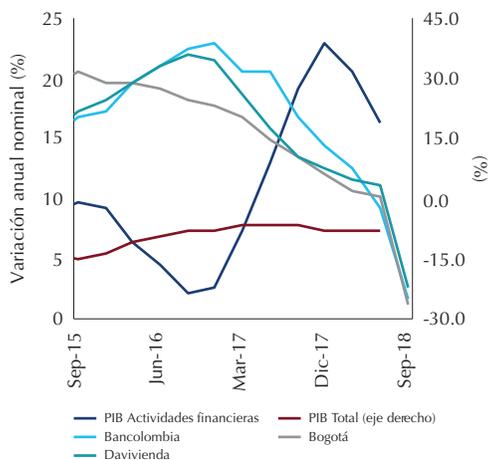
COLOMBIA: CAPITALIZACIÓN COLCAP Y PIB NOMINAL



Fuente: Bloomberg y Bolsa de Valores de Colombia.
Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico IX.28

INGRESOS DE LOS BANCOS Y PIB NOMINAL DE ACTIVIDADES FINANCIERAS



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

Sector financiero

Crecimiento del PIB y las ventas: Creemos que los bancos colombianos iniciarán su recuperación en 2019, con la estabilización y posterior recuperación en el crecimiento de la colocación, junto con una calidad de la cartera que dejará de deteriorarse (inclusive la modalidad comercial). Creemos que esta recuperación no va a alejarse demasiado de lo que ocurra con el PIB total, si bien los incrementos esperados en la tasa repo de BanRep pueden mejorar los márgenes de intermediación (Gráfico 28). Mientras tanto, Centroamérica, donde los bancos que hacen parte del COLCAP tienen aproximadamente el 28% de su cartera total, no va a ser un factor de preocupación ni de crecimiento significativo.

Compradores internacionales: En 2018 los extranjeros pasaron por primera vez desde el 2014 a ser vendedores netos en el sector, al pasar una postura neta positiva de 1.1 billones de pesos en 2017, a ser vendedores netos por 351.9 mil millones de pesos en 2018. Expectativa 2019: No creemos que la aplicación gradual de Basilea III, que resulta en una mayor capitalización para los bancos locales, implique una mayor demanda extranjera en 2019, sin embargo, esta podría reaccionar al ritmo de la recuperación del sector, más hacia la segunda mitad del año (Gráfico IX.29).

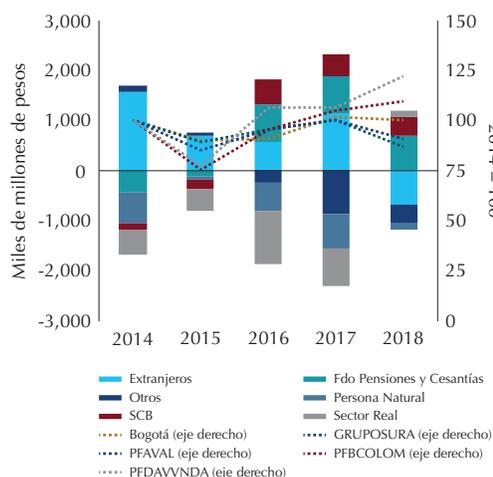
Valoración relativa: Los bancos no se alejan demasiado de su histórico ni de sus comprables por lo que una mejora en los resultados permitiría valorizaciones a partir del valor relativo (Cuadro IX.1)

Dilema del sector financiero: El desempeño de los emisores del sector financiero se ha visto perjudicado por la coyuntura económica en los últimos años. En efecto, el crecimiento anual de la cartera nominal alcanzó su punto más bajo desde 2010 en julio de este año (con la información disponible), además, la calidad de la cartera continuó deteriorándose, en línea con el estancamiento de los nuevos créditos (Gráfico IX.30). Actualmente los bancos están en capacidad de crecer gracias a su nivel de capitalización, más teniendo en cuenta la recuperación que viene mostrando la economía. Sin embargo, el dilema está en que ni la calidad de la cartera ha terminado de empeorar, ni el nivel de provisiones ha parado de crecer al cierre de 2018.

Sector Construcción (Cemento y Construcción)

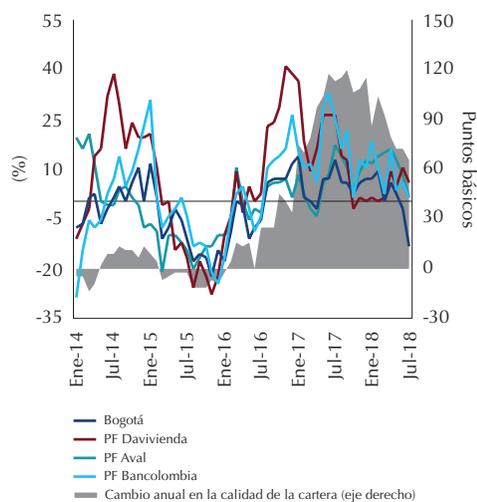
Crecimiento del PIB y las ventas (Gráfico IX.31): Para las cementeras, más de la mitad de las ventas se da fuera de Colombia; en el caso de Cementos Argos, casi la mitad de las ventas está en EEUU,

Gráfico IX.29
 SECTOR FINANCIERO: POSICIONES NETAS POR AGENTE Y VALORIZACIÓN DE LAS ACCIONES



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia y Bloomberg.
 Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico IX.30
 RENDIMIENTO ANUAL DE EMISORES FINANCIEROS Y CALIDAD DE LA CARTERA



Fuente: Superfinanciera y Bloomberg.
 Cálculos: Corficolombiana.

mientras que para CLH las ventas se presentan en los principales países de Centroamérica. Teniendo en cuenta que esperamos cierta recuperación en la construcción para la segunda mitad de 2019, y habiendo pasado dos años de decrecimiento en los volúmenes de cemento vendidos en Colombia, esperamos un aumento importante en el nivel de ventas, beneficiado en el caso de Cementos Argos, por un año más de impulso en EEUU. El panorama luce mejor para las cementeras, aunque esto no se materializará al comienzo del próximo año.

Esperamos que de 2018 a 2019 el PIB real de la construcción pase de -2% a 2.4%, por lo que debería evidenciarse recuperación a nivel del emisor igualmente. Creemos que lo peor ya pasó para las cementeras, y esto se refleja en sus resultados y en el desempeño de la cartera comercial asociada al sector. En la medida en que se evidencien nuevos proyectos y un incremento en los despachos, los emisores del sector no deberían tener problemas con su endeudamiento bancario.

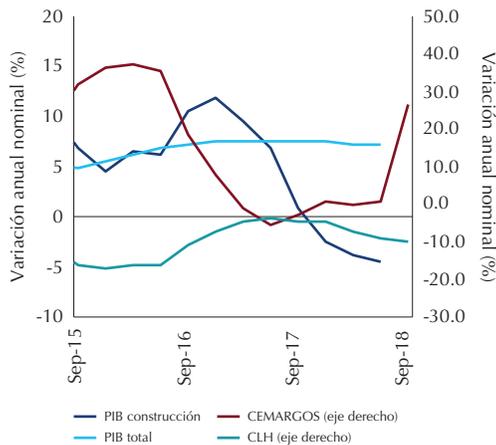
Compradores internacionales: Al analizar la postura neta de los agentes en el sector de construcción, compuesto por Cementos Argos (CEMARGOS), Cemex Latam Holdings (CLH) y Concreto (CONCRET), encontramos que tanto los extranjeros como el sector real registraron una posición neta vendedora en 2018, profundizando en ambos casos sus ventas con respecto a 2017, con los extranjeros participando del 44.7% de las ventas totales y 22.4% del volumen negociado, en línea con el pobre desempeño del sector, tanto a nivel bursátil como a nivel de las ventas. Los extranjeros fueron muy activos en la demanda de acciones del sector durante 2014, un año después de anunciado el programa de infraestructura de cuarta generación (4G), disminuyendo su ímpetu durante los siguientes años, hasta convertirse en los mayores vendedores en 2018 (Gráfico IX.32).

Expectativa 2019: Más que una mejora a nivel de los resultados de los emisores, durante el 2019 pueden reactivarse las compras en la medida en que se recupere la construcción residencial en Colombia (impulsada por mejores condiciones económicas y múltiples programas del Ministerio de Vivienda), especialmente si se evidencia una mayor actividad a nivel de infraestructura. Esto generaría correcciones significativas al alza en el precio de las acciones del sector.

Valoración relativa: Para las cementeras la situación no es esperanzadora a nivel de múltiplos, tanto por la particularidad

Gráfico IX.31

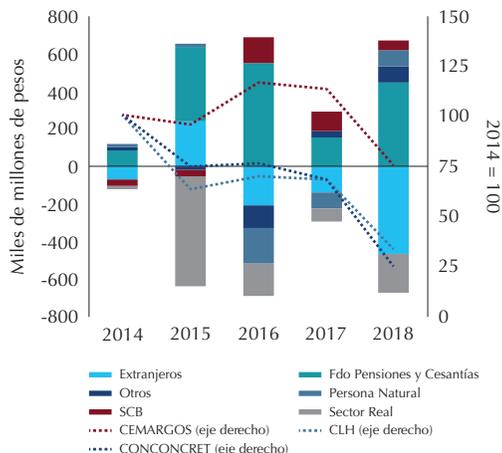
VENTAS DE LAS CEMENTERAS Y PIB NOMINAL TOTAL Y ACTIVIDADES DE CONSTRUCCIÓN



Fuente: DANE y Relación con inversionistas de los emisores. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico IX.32

SECTOR CONSTRUCCIÓN: POSICIONES NETAS POR AGENTE Y VALORIZACIÓN DE LAS ACCIONES



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia y Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

histórica de Cemargos en su múltiplo de ganancias como por el hecho de que se presentan múltiplos elevados debido a los malos resultados financieros (Cuadro IX.2).

Coyuntura de la construcción en Colombia: Teniendo en cuenta que las perspectivas de crecimiento macroeconómicas del sector de construcción son moderadamente positivas, esperamos que una aceleración en la construcción, tanto en el subsector residencial como en el de obras civiles, beneficie los resultados de los emisores. En particular, el sector de edificaciones es el más representativo dentro del rubro de construcción a nivel nacional y ha tenido un desempeño negativo en los últimos siete trimestres. De acuerdo con nuestras estimaciones, esperamos una recuperación leve impulsada por una reducción en el stock de vivienda y otros programas del Ministerio de Vivienda como la iniciación de 1 millón 40 mil viviendas nuevas, el impulso al crédito hipotecario a través del programa Mi Casa Ya, el programa Semillero de Propietarios, mejoras integrales de vivienda, la actualización de 150 planes de ordenamiento territorial, entre otros. En cuanto a obras civiles, en 2019 se ejecutarían recursos por 1.1% del PIB en proyectos de infraestructura 4G, siendo este el año con el mayor gasto como porcentaje del PIB entre 2015 y 2023. Estos elementos impulsarían al alza la demanda de cemento y concreto, acelerando las ventas de los emisores del sector y favoreciendo sus resultados (Gráfico 33).

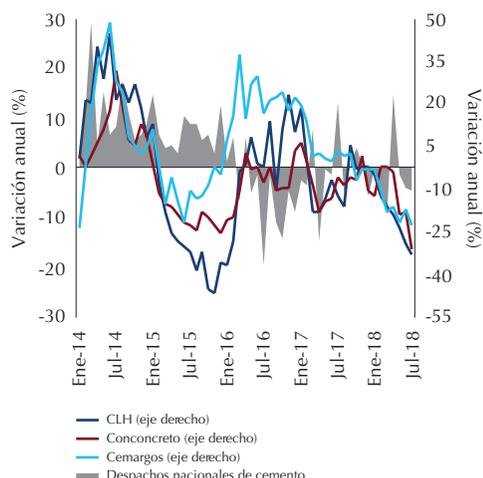
Sector Utilities

Crecimiento del PIB y las ventas: Dado que esperamos cierta recuperación en el crecimiento económico (Gráfico 34), creemos que la demanda de electricidad y en general toda la cadena (generación, transmisión y distribución) se verán beneficiadas durante 2019, con un incremento a nivel de los ingresos.

Por su parte, las actividades relacionadas con el gas se verán beneficiadas durante 2019 en la medida en que crezca la demanda de gas de los hogares, junto con el requerimiento de la generación térmica para suplir las necesidades eléctricas del país, mientras que este recupera parte de su crecimiento (PIB). Utilities energético depende de la dinámica local y sirve como catalizador de crecimiento, aunque tenemos en cuenta la creciente importancia de las ventas fuera de Colombia para este sector.

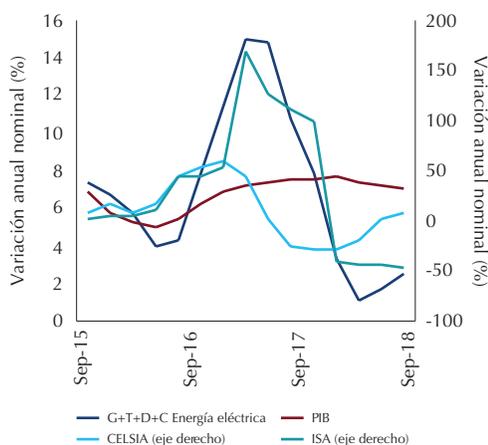
De 2018 a 2019, esperamos que el PIB real pase de 2.7% a 3.2%, mientras que el PIB de servicios públicos pasa de 2.3% a 3%. Siendo este el caso y tratándose de un sector defensivo asociado

Gráfico IX.33
 RENDIMIENTO ANUAL DE LAS
 CEMENTERAS Y DESPACHOS DE
 CEMENTO Y CONCRETO



Fuente: DANE, Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico IX.34
 VENTAS DE UTILITIES RELACIONADOS
 CON ELECTRICIDAD Y PIB NOMINAL
 TOTAL Y SECTORIAL



Fuente: DANE y Relación con inversionistas de los emisores. Cálculos: Corficolombiana.

positivamente con el PIB, el panorama luce favorable, aunque discriminado por actividad de acuerdo con eventos o condiciones específicas (Hidroituango, fenómeno del niño, etc.).

Compradores internacionales: Los emisores del sector de energía y servicios públicos han registrado leves desvalorizaciones en lo corrido del año y, en esta línea, registraron ventas por parte de los extranjeros por 1.1 mil millones de pesos. Lo anterior va en contra de su comportamiento histórico, y representa una reducción importante en la posición neta con respecto a 2017. En efecto, durante el año pasado los extranjeros fueron el comprador neto más importante en el mercado local, al consolidar una posición de 248.1 mil millones de pesos, mientras que, en 2018, pasarían a ser vendedores netos. Expectativa 2019: Más allá de operaciones puntuales de GEB o ISA, que generen interés por parte de inversionistas internacionales, no esperamos una postura importante por parte de los internacionales (Gráfico 35). En el caso de Celsia, todo dependerá de su desempeño real durante el fenómeno del niño que inicia al final de 2018.

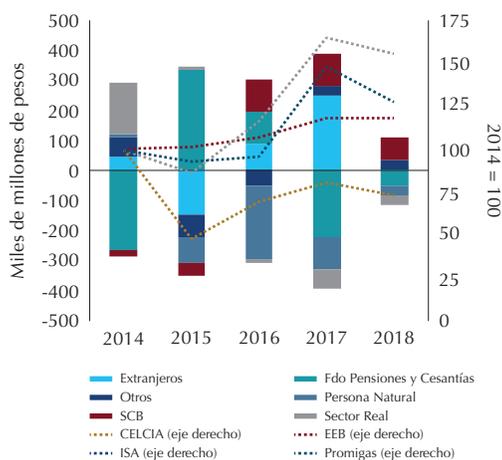
Valoración relativa: Más allá del hecho de que Promigas retrocedió buena parte de su valorización durante el mes de octubre, y la evidencia de múltiples elevados (promedio) en Celsia debido a sus malos resultados durante el pasado fenómeno del niño, no resaltamos oportunidades de valorización o desvalorización debido a factores de valoración relativa (Cuadro IX.3).

Hidroituango y fenómeno del niño: La estabilidad usual del sector de servicios públicos (Utilities), constituido por empresas del sector energético en el índice bursátil COLCAP, regularmente se ve interrumpida por fenómeno del niño, consecuencia de la composición de la matriz de generación eléctrica del país. Al fenómeno del niño con el que iniciará a finales de 2018 (Gráfico IX.36), se le suma el hecho de que no hay claridad respecto a la fecha de entrada de Hidroituango (prevista inicialmente para finales de 2018), más allá de que en el mejor de los casos pasarán varios años antes de que esta generadora entre a hacer parte de la matriz de generación eléctrica colombiana. Se trata de variables mayores, teniendo en cuenta el notable efecto que tuvo el fenómeno en 2015 sobre la demanda y el precio del gas utilizado en la generación eléctrica, por un lado, y el hecho de que Hidroituango estaba proyectada para aportar más del 13% de la generación eléctrica del país.

Descartamos el aporte de Hidroituango así como la participación de los renovables no convencionales durante el fenómeno del niño que se avecina. Sin embargo, creemos que el efecto sobre los emisores

Gráfico IX.35

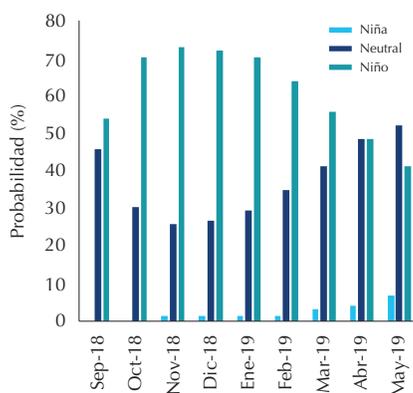
SECTOR ENERGÍA: POSICIONES NETAS POR AGENTE Y VALORIZACIÓN DE LAS ACCIONES



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia y Bloomberg.
Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico IX.36

PRONÓSTICO DE "EL NIÑO" A OCTUBRE DE 2018



Fuente: Sistema Información Ambiental de Colombia.

del sector será menor debido a la presencia de la Regasificadora de Cartagena pues permite importar el gas necesario para atender aproximadamente la cuarta parte de la demanda total de energía del país, así como la regulación expedida a finales de 2015, y más recientemente la revisión del Precio de Escasez, que será calculado por los generadores.

Sector de petróleo y gas

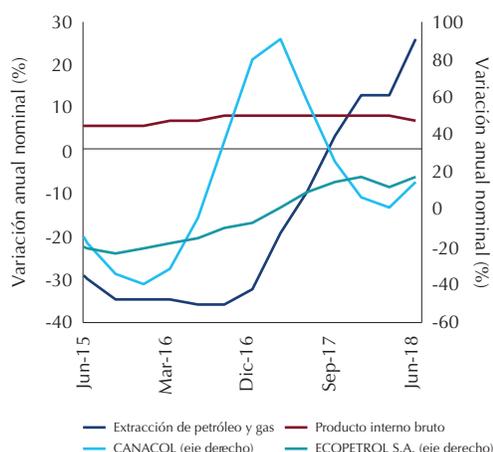
Crecimiento del PIB y las ventas: En el caso de Ecopetrol, el buen desempeño del sector se verá impulsado por el mercado internacional más que por factores locales, y las exportaciones del sector afectarán consecuentemente al crecimiento del PIB (Gráfico 37). Para Canacol, si finalmente termina el gasoducto contratado con Promigas, su desempeño se estabilizará y dejará de relacionarse tanto con las variaciones evidenciadas en el PIB.

Esperamos que el sector minero pase de crecer -1.5% en 2018 a 2% en 2019 (PIB desde la oferta), mientras que para las exportaciones, dentro de las que el petróleo participa notablemente, esperamos que pasen de crecer 2% en 2018 a 3.1% en 2019. Dado el nivel de precios esperado para el commodity -a pesar de la reciente corrección-, el financiamiento bancario de estas empresas deberá ser fluido.

Compradores internacionales: Dentro del sector de petróleo y gas encontramos que la acción de Ecopetrol finalmente ha alcanzado su nivel previo al desplome de los precios del petróleo, mientras que otros emisores del sector han registrado desvalorizaciones anuales. A nivel de posiciones netas, las personas naturales profundizaron su posición neta negativa desde 387.4 mil millones en 2017 hasta 1021.0 mil millones en lo consolidado del año. Los extranjeros por su parte pasaron de ser compradores netos desde 2014 a tener una posición negativa de 33.5 mil millones en 2018 (Gráfico 38). Expectativa 2019: Asumiendo que durante 4T18 la postura neta de los extranjeros se mantiene, podrían presentarse demandas muy importantes durante 1T19, toda vez que los resultados financieros continuarán siendo positivos en lo que resta de 2018 y, dado el nivel de precios utilizado para realizar la certificación de reservas, estas deberían aumentar al cierre de 2018.

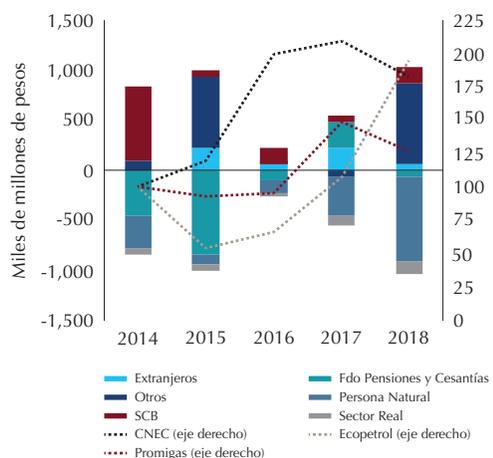
Valoración relativa: En general, el sector petrolero responde a variables propias e independientes del país (cotizaciones internacionales, etc.) las actividades o segmentos de las compañías consideradas en el análisis incluyen: petróleo y gas integrado, exploración y producción

Gráfico IX.37
 VENTAS DE PETRÓLEO Y GAS, Y PIB NOMINAL TOTAL Y DE EXTRACCIÓN DE PETRÓLEO Y GAS



Fuente: DANE y Relación con inversionistas de los emisores. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico IX.38
 SECTOR PETRÓLEO Y GAS: POSICIONES NETAS POR AGENTE Y VALORIZACIÓN DE LAS ACCIONES



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia y Bloomberg. Cálculos: Corficolombiana.

de gas. La especificidad de las actividades hace que el análisis de valoración relativa por sector para estos dos sectores no sirva para la realización de inferencias, por lo que este se hace emisor por emisor (Cuadro IX.4).

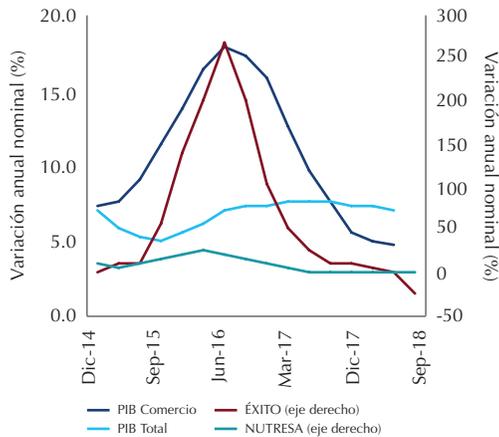
Valoración relativa para Petróleo y gas: Los múltiplos de valoración para Ecopetrol y su evolución evidencian espacio de valorización, sin embargo, el múltiplo de reservas probadas es demasiado alto: Ecopetrol tiene este múltiplo en USD 33.2, mientras que el promedio de YPF y Petrobras es de USD 16.1. Por su parte, el múltiplo de valor empresarial a reservas (EV/Reservas) proyectado para Canacol nos arroja un valor promedio de US\$12.55/bep, ligeramente más alto que el promedio de sus comparables en 2017 (US\$9.42/bep), pero más bajo que el múltiplo promedio histórico de los mismos comparables para los últimos cinco años (US\$14.69/bep). Sin embargo, este es más bien un factor de valorización para Canacol, toda vez que va a incrementar sus reservas una vez terminen los gasoductos actualmente en construcción

Reservas: Mientras tanto, e independientemente de lo que ocurra con la cotización del crudo en 2019, estimamos que la certificación de reservas de Ecopetrol al cierre de 2018 puede incrementar más de 6% (Cuadro IX.5), principalmente a partir de revisiones que tienen que ver con el nivel de precios, y en segundo lugar, por un mayor reconocimiento del recobro mejorado, lo que soportará el precio de Ecopetrol. Finalmente, el efecto de la compra de reservas por parte de Ecopetrol dependerá del múltiplo de reservas de la transacción, evaluación que se dificultará en la medida en que se incluyan reservas posibles y reservas probables.

Sector Consumo

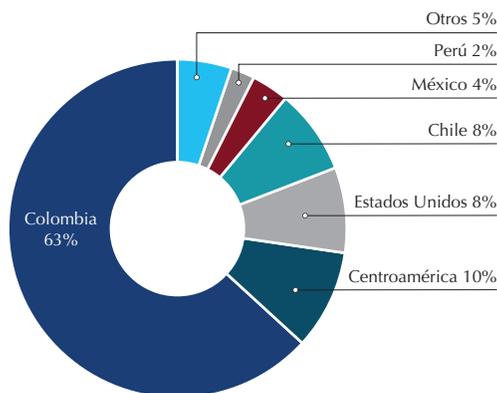
Esperanza –debil– en el consumo: Los emisores que conforman el sector consumo dentro del COLCAP son Nutresa, Grupo Éxito y Avianca Holdings, cuya participación dentro del índice es de 6.6%, 3.1% y 0.8% respectivamente. Los primeros dos emisores hacen parte del sector de consumo de alimentos y dependen tanto de las ventas a nivel local como en el exterior (Gráfico 39, Gráfico 40 y Gráfico 41), específicamente en Latinoamérica y, en el caso de Nutresa, en EEUU. Dada la importancia del consumo local dentro de las ventas totales para Nutresa y Grupo Éxito (63.2% y 19.1% respectivamente) esperamos que la recuperación del consumo privado, que aumentaría 3.2% a/a en términos reales el próximo año, estimule las ventas e impulse el desempeño de los emisores. Cabe mencionar que la incertidumbre sobre la ley de financiamiento persiste como

Gráfico IX.39
VENTAS DE RETAIL Y PIB NOMINAL
TOTAL Y COMERCIO



Fuente: DANE y Relación con inversionistas de los emisores. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico IX.40
DISCRIMINACIÓN DE LAS VENTAS DE
GRUPO ÉXITO POR PAÍS



Fuente: Relación con Inversionistas de Grupo Éxito. Cálculos: Corficolombiana.

un riesgo a la baja para el sector, pues esta incrementaría el recaudo proveniente de las personas naturales reduciendo su ingreso disponible y, en esta línea, limitaría el impacto positivo del consumo privado sobre las ventas. Dada la baja participación de Colombia dentro de las ventas totales, el desempeño del consumo incidiría marginalmente sobre estas últimas. Siendo este el caso, la mejora en los resultados y en la cotización de las acciones dependerá del logro de eficiencias más que el incremento en ventas.

De 2018 a 2019, esperamos que el PIB real de consumo privado pase de 2.7% a 2.6% (PIB desde la demanda), mientras que el de Comercio y Transporte pase de 3.6% a 2.8% (PIB desde la oferta). Aunque retail es normalmente un sector defensivo, los productos de estos emisores tienen substitutos, por lo que no esperamos un comportamiento favorable en función del crecimiento económico esperado. Debido a lo anterior, junto con el apalancamiento actual de algunos emisores, las condiciones de endeudamiento bancario deberían endurecerse para este sector.

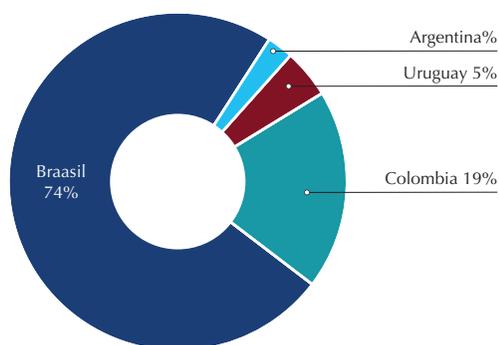
Compradores internacionales: El desempeño del sector consumo ha sido negativo en lo corrido del año. Con respecto a la posición neta de los agentes en el sector, encontramos que los extranjeros, seguidos por las personas naturales y el sector real registraron una postura vendedora neta en 2018 (Gráfico IX.42). En el caso particular de los extranjeros, registraron ventas por 218.6 mil millones de pesos, aumentando desde los 60.6 mil millones registrados en 2017. Por su parte, los fondos de pensiones y cesantías fueron los principales compradores en el mercado, al consolidar una posición neta de 291.3 mil millones frente a 225.3 mil de 2017. Expectativa 2019: Aunque esperamos que continúe la recuperación del consumo en Colombia, el desempeño financiero de los emisores del sector –junto con la cotización de sus acciones– será gradual, y en todo caso, puede verse afectado negativamente por la ley de financiamiento. Adicionalmente, los emisores de este sector son elevadamente heterogéneos. No esperamos mayor participación de los extranjeros durante 2019 en retail.

Valoración relativa: En retail, vemos espacio de valorización frente al histórico (“Prom” que utiliza información IFRS) y frente a los comparables (Cuadro IX.6).

Conclusiones / recomendaciones locales

A nivel sectorial nuestras perspectivas son positivas para el sector financiero, gracias a la recuperación de la colocación y la calidad

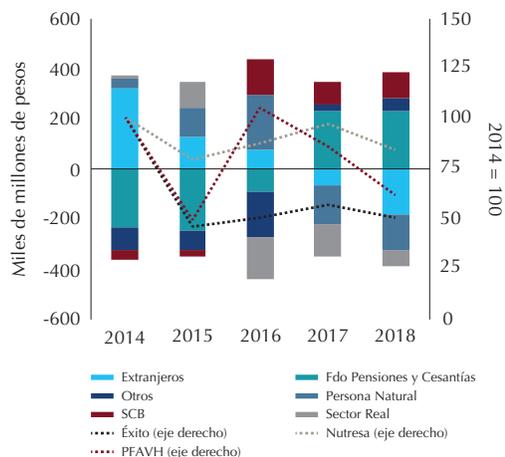
Gráfico IX.41
 DISCRIMINACIÓN DE LAS VENTAS DE GRUPO NUTRESA POR PAÍS



Fuente: Relación con Inversionistas de Grupo Éxito.
 Cálculos: Corficolombiana.

de los préstamos, así como una recuperación en el margen de intermediación. De igual manera, somos optimistas frente al sector de *utilities*, en línea con la recuperación del crecimiento del PIB, mientras que la evolución del sector petrolero (a nivel bursátil) dependerá casi exclusivamente de la evolución del precio del petróleo. Por el contrario, tenemos expectativas más conservadoras en lo que concierne al sector de construcción. Pese a que esperamos mayor dinamismo en la construcción de edificaciones y obras civiles a nivel local, los múltiplos de estos emisores no reflejan mayor espacio para valorizaciones. Finalmente, tenemos una perspectiva negativa en consumo –consumo privado específicamente–, teniendo en cuenta que lo más probable es que la Ley de Financiamiento lo impacte negativamente.

Gráfico IX.42
 SECTOR CONSUMO: POSICIONES NETAS POR AGENTE Y VALORIZACIÓN DE LAS ACCIONES



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia y Bloomberg.
 Cálculos: Corficolombiana.

Cuadro IX.1

VALORACIÓN RELATIVA PARA BANCOS

Emisor	P/E	P/E Promedio	P/E Comparables	P/BV	P/BV Promedio	P/BV Comparables
BANCOLOMBIA	11.9x	11.0x	15.4x	1.8x	1.3x	3.2x
BOGOTÁ	10.1x	9.3x	9.8	2.0x	1.3x	1.5x
DAVIVIENDA	13.5x	9.8x	14.5x	2.7x	1.4x	3.4x
BANCOS	11.8x			2.2x		

Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana.

Cuadro IX.2

VALORACIÓN RELATIVA PARA CEMENTERAS

Emisor	P/E	P/E Promedio	P/E Comparables	P/BV	P/BV Prom	P/BV Comparables	EV/EBITDA	EV/EBITDA Promedio	EV/EBITDA Comparables
CEMARGOS	248.5x	106.4x	31.3x	1.9x	1.8x	5.0x	12.4x	14.7x	11.6x
CLH	2.4x	28.1x	42.9x	0.6x	1.3x	2.8x	6.9x	2.2x	10.5
CEMENTO	145.5x			1.3x			9.7x		

Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana.

Cuadro IX.3

VALORACIÓN RELATIVA PARA UTILITIES ENERGÉTICOS

Emisor	P/E	P/E Promedio	P/E Comparables	P/BV	P/BV Promedio	P/BV Comparables	EV/EBITDA	EV/EBITDA Promedio	EV/EBITDA Comparables
CELSIA S.A. E.S.P.	16.0x	32.8x	14.7x	1.0x	1.0x	20.1x	7.0x	8.8x	7.5x
INTERCONEXION ELEC. S.A. E.S.P.	9.7x	9.5x	11.2x	1.3x	1.4x	1.5x	7.7x	6.5x	8.2x
PROMIGAS S.A. E.S.P.	8.5x	11.9x	19.3x	1.9x	2.5x	5.3x	9.5x	9.3x	10.3x
EMP. ENERGIA BOGOTA S.A. E.S.P.	11.0x	12.5x	20.9x	1.5x	1.6x	3.3x	10.0x	10.0x	11.3x
UTILITIES	11.3x			1.4x			8.5x		

Fuente: Capital IQ, BVC. Cálculos Corficolombiana.

Cuadro IX.4

VALORACIÓN RELATIVA PARA PETRÓLEO Y GAS

Emisor	P/E	P/E Promedio	P/E Comparables	P/BV	P/BV Promedio	P/BV Comparables	EV/EBITDA	EV/EBITDA Promedio	EV/EBITDA Comparables
ECOPETROL S.A.	13.83x	18.91x	13.50x	3.06x	1.89x	2.90x	6.68x	6.11x	6.10x
CANACOL ENERGY LTD	N/A	30.99x	36.10x	2.18x	1.81x	0.90x	3.84x	12.07x	6.10x
PETRÓLEO Y GAS	13.83x			2.62x			5.26x		

N/A: No aplica.

Fuente: Capital IQ, Bolsa de Valores de Colombia. Cálculos: Corficolombiana.

Cuadro IX.5 RESERVAS E INVERSIÓN

Concepto	2014	2015	2016	2017	2018
Reservas iniciales (mmbpe)	1,972	2,084	1,849	1,598	1,659
Revisiones (mmbpe)	335	15	-16	296	340
Producción fiscalizada (mmbpe)	-243	-251	-235	-234	-235
Reservas finales (mmbpe)	2,084	1,849	1,598	1,659	1,763

mmbpe: millones de barriles de petróleo equivalente.

Fuente: Ecopetrol, Bloomberg.

Cuadro IX.6 VALORACIÓN RELATIVA PARA CONSUMO

Emisor	P/E	P/E Promedio	P/E Comparables	P/BV	P/BV Promedio	P/BV Comparables	EV/EBITDA	EV/EBITDA Promedio	EV/EBITDA Comparables
EXITO	51.3x	30.7x	25.5x	0.97x	0.9x	3.6x	6.2x	8.0x	13.9x
NUTRESA	21.4x	28.6x	22.2x	2.1x	1.42x	4.5x	12.3x	14.4x	11.2x
CONSUMO	22.0x			1.53x			12.3x		

Fuente: Capital IQ. Cálculos Corficolombiana.

LA RENTABILIDAD DEL CAPITAL PROPIO EN COLOMBIA (Ke¹)

Andrés Felipe Beltrán

Rafael España Amador

En el Capítulo de Mercado Accionario se argumenta que la relación entre capitalización bursátil y PIB nominal permite evaluar el espacio de valorización o desvalorización de diferentes índices bursátiles. En esta sección presentamos un enfoque complementario en el que estimamos que la rentabilidad objetivo que debería exigir un inversionista por invertir en el patrimonio de una compañía con riesgo promedio en Colombia es 15.2% efectivo anual. El análisis que realizamos aquí parte de la metodología establecida por el modelo de valoración de activos financieros (CAPM, por su sigla en inglés), el cual es ampliamente conocido entre técnicos y resulta ser de fácil de aplicación y comprensión para un inversionista habitual.

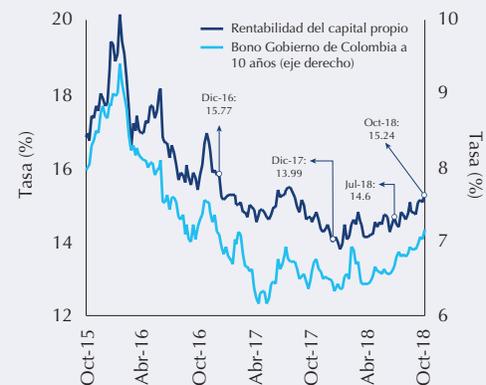
Utilizar el CAPM para encontrar un punto de referencia sobre la rentabilidad objetivo del capital propio presenta varias ventajas, sin duda la más importante es que la mayor parte de las variables que se utilizan son factores observables en el mercado y, por consiguiente, poseen un precio o valor conocido que corresponde al mejor valor de referencia disponible para inversionistas profesionales. En este sentido, este recuadro pretende contextualizar las variables del mercado de renta fija que han presentado mayor variabilidad en los últimos meses. Es importante tener en cuenta que esta estimación varía en sintonía con sus componentes y por eso el valor se debe recalcular de forma periódica.

Nuestro resultado de 15.2% efectivo anual, surge de utilizar valores vigentes para el mes de octubre de 2018 (Gráfico IX.43). A continuación, planteamos una breve explicación de los componentes y posteriormente una descripción de la tendencia.

Los factores que explican que la rentabilidad del capital propio se ubique en 15.2% para finales de octubre de 2018 son cuatro: una tasa libre de riesgo (3.1%), una prima de riesgo de mercado accionario de EEUU (4.7%), una prima de riesgo país de Colombia (3.4%) y una prima cambiaria (3.6%) (Cuadro IX.1). A continuación una breve explicación de estos componentes:

- La **tasa libre de riesgo** representa un activo de largo plazo, libre de riesgo de incumplimiento y de alta liquidez. Este valor corresponde a la mínima rentabilidad que exigiría un individuo por invertir en un activo sin riesgo y, por lo tanto, en la práctica es común que se tomen como referencia los bonos del tesoro de EEUU a 10 años.

Gráfico IX.43
RENTABILIDAD DEL CAPITAL PROPIO (COP)



Fuente: Bloomberg. Cálculos Corficolombiana.

¹ Las siglas Ke se utilizan en la academia como abreviatura de "Cost of Equity". Aquí no utilizamos la traducción literal de "Costo de Patrimonio" sino "Rentabilidad del capital propio". El objetivo es enfocar la discusión hacia el punto de vista de un inversionista, en contraposición a "la carga" o costo financiero que implica el capital accionario en una empresa.

- ❑ La **prima de riesgo de mercado accionario de Estados Unidos** incorpora la rentabilidad adicional que se debe exigir sobre la tasa libre de riesgo para invertir en el capital propio de una empresa promedio en EEUU. Esta prima se calcula como la diferencia entre la rentabilidad histórica promedio de un índice accionario de EEUU y la de un bono libre de riesgo. Existen fórmulas que permiten inferir el riesgo específico de una compañía diferente al de una empresa promedio, el parámetro conocido como beta (β) nos dice si la empresa en estudio es más o menos riesgosa que el mercado accionario en general. Cuando β es igual a 1, el riesgo del capital propio de una compañía es equivalente al del mercado accionario en general.
- ❑ La **prima de riesgo país de Colombia** incorpora el riesgo de incumplimiento de acuerdo con la calidad crediticia del gobierno y la volatilidad del mercado accionario local. Asimismo, esta prima permite evaluar la recompensa que exigen los individuos por invertir en un país más riesgoso. Para estimar este riesgo, partimos de la probabilidad de incumplimiento del gobierno colombiano, calculada a través del seguro contra incumplimiento crediticio (CDS) de 10 años, que a su vez se multiplica por la relación de riesgo (volatilidad) existente entre un indicador del mercado accionario colombiano (COLCAP) y otro del mercado de renta fija del país (JPEMCO). Resulta útil aclarar que se utiliza el CDS, porque permite capturar de manera directa las expectativas del mercado al ser un activo que se negocia en los mercados financieros.
- ❑ Por último, la **prima cambiaria** incorpora el efecto de llevar a cabo la inversión en una moneda distinta que depende de otras condiciones económicas. De esta forma, esta prima permite llevar a cabo la comparación entre el costo de oportunidad estimado en una moneda base (usualmente dólares) y una inversión que se encuentra en una moneda distinta. Ahora bien, para estimar esta prima, hacemos uso de las devaluaciones implícitas en las curvas *Swap* Libor-Peso vs Libor-Dólar, las cuales permiten establecer el costo que observan los inversionistas del mercado de intercambiar recursos en dólares a cambio de recibir pesos colombianos.

La rentabilidad del capital propio presenta una tendencia decreciente en el largo plazo, aunque en los últimos meses aumentó

Bajo el enfoque del CAPM, encontramos que entre diciembre de 2016 y julio de 2018 el valor estimado se redujo 120 puntos básicos, desde 15.8% hasta 14.6% (Gráfico IX.43). La caída observada en ese periodo se puede explicar en su gran mayoría con la reducción de la prima cambiaria que obtenemos usando las devaluaciones implícitas en las curvas *swap* de largo plazo. Caso contrario sucedió en los tres meses comprendidos entre julio y octubre de 2018 cuando el valor estimado para la rentabilidad del capital propio no solo detuvo su tendencia bajista sino que aumentó hasta ubicarse en 15.2%, lo que representa un aumento de 60 pbs explicados con el aumento de tres componentes: 19 pbs en la tasa libre de riesgo, 26 pbs en la prima de riesgo país de Colombia y 15 pbs en la prima cambiaria. Pero ¿qué es lo que ha afectado estas variables en el corto plazo como para que a finales de 2018 se tenga que demandar una rentabilidad del capital propio más alta que a mediados del mismo año?

Gráfico IX.44
 BONO DEL TESORO A 10 AÑOS Y
 TASA DE INTERÉS DE LA FED



Fuente: Bloomberg. Cálculos Corficolombiana.

En primer lugar, el incremento en la tasa libre de riesgo de largo plazo es resultado de una mayor tasa de los bonos del tesoro de EEUU a 10 años, que pasó de 2.9% en julio a 3.1% en octubre (Gráfico IX.44). La puesta en marcha de una serie de aumentos en las tasas de interés y la finalización de la compra de títulos de renta fija de largo plazo por parte de la Fed, retiró gran parte de la liquidez disponible en el mercado y llevó la tasa de estos títulos a valores por encima del 3.0% (ver Capítulo de Contexto Externo).

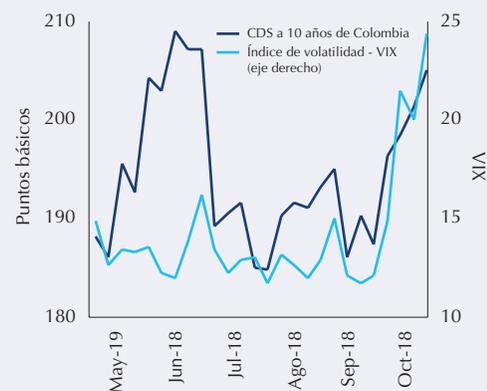
En segundo lugar, la mayor prima de riesgo país de Colombia se evidencia con el aumento del seguro contra incumplimiento crediticio soberano de largo plazo (CDS a 10 años), que se ubicó por encima de los 204 pbs, versus los 190 pbs en los que se encontraba en julio de este año. Este aumento se dio a pesar de que la volatilidad en los mercados de deuda de Colombia no se ha presentado en igual magnitud a aquella observada en otros mercados emergentes como Turquía, Argentina, Brasil y México (ver Capítulo de Mercado de Deuda) (Gráfico IX.45). Es importante mencionar que la versión de la ley de financiamiento que se apruebe en el congreso puede tener implicaciones en materia de riesgo crediticio y es importante monitorear su desenvolvimiento de cara a la prima de riesgo.

Por último, el aumento de la prima cambiaria (de 3.5% en julio a 3.6% en octubre) corresponde al incremento en las expectativas de devaluación implícitas que se observan en los mercados de derivados de tasas de interés. La volatilidad presente en los mercados emergentes por cuenta de los sucesos ocurridos en Turquía y Argentina, la fuerte caída del precio del petróleo desde finales de octubre, y el aumento en las tasas de interés por parte de la Fed, explican la devaluación de la moneda colombiana (ver Capítulo de Mercado Cambiario), y han llevado al peso colombiano de 2.883 pesos por dólar en julio a 3.167 pesos por dólar en octubre, una devaluación aproximadamente de 9.8% (Gráfico IX.46).

En conclusión, en el corto plazo observamos que los componentes asociados a la tasa libre de riesgo y a la prima de riesgo país de Colombia continuarán generando incertidumbre de cara a la rentabilidad del capital propio que debe exigir un inversionista. El desarrollo del entorno fiscal, la política monetaria internacional y la variabilidad en el contexto externo exigen un monitoreo constante de estas variables y por esta razón estaremos publicando de forma periódica la actualización del costo del capital propio en nuestra página web en la sección Análisis de Finanzas Corporativas.

Gráfico IX.45

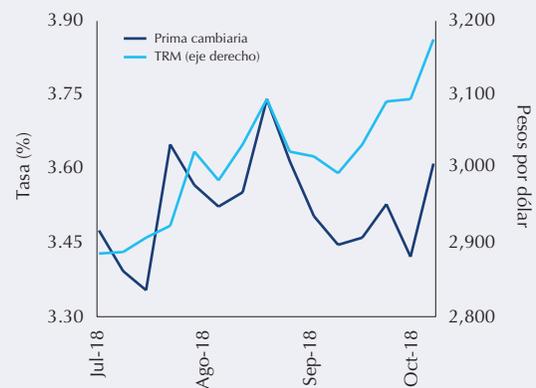
SEGUROS CONTRA INCUMPLIMIENTO CREDITICIO (CDS) A 10 AÑOS E ÍNDICE DE VOLATILIDAD DEL MERCADO ESTADOUNIDENSE (VIX)



Fuente: Bloomberg. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico IX.46

COMPORTAMIENTO DE LA PRIMA CAMBIARIA Y DE LA TASA DE CAMBIO USD-COP



Fuente: Bloomberg. Cálculos Corficolombiana.

Si desea más información sobre la tendencia histórica de la Rentabilidad del Capital Propio y la metodología para realizar el cálculo para su empresa lo invitamos a consultar nuestro informe “Rentabilidad del capital propio de julio 27 de 2018”, en la sección *Análisis de Finanzas Corporativas* en nuestra página web, o puede contactar al equipo de finanzas corporativas para una explicación más detallada.

Cuadro IX.1

CONSTRUCCIÓN POR COMPONENTES DE LA RENTABILIDAD DEL CAPITAL PROPIO PARA OCTUBRE 2018

Factor	Valor	Fecha	Ticker Bloomberg	Fuente de información
Tasa libre de riesgo	3.10%			(A)
Tesoros EEUU 10 Años	3.10%	26/10/18	USGG10YR Index	(A) Tasa de negociación de los bonos del gobierno de Estados Unidos a 10 años
Prima de riesgo de mercado accionario de EEUU	4.69%			(B) = (F) × Promedio (G;H)
Beta apalancado	1	NA	NA	(F) Beta apalancado del mercado
P.R. Aritmética (1928-2017)	4.87%	05/01/18	NA	(G) Dato estimado anualmente por Aswath Damodaran menos el sesgo sobrevivencia*
P.R. Geométrica (1928-2017)	4.51%	05/01/18	NA	(H) Dato estimado anualmente por Aswath Damodaran
Prima de riesgo país de Colombia	3.44%			(C) = (I) × (L)
Factor de riesgo default soberano	1.78%			(I) = (J) - (K)
Colombia (CDS 10 Años)	2.05%	26/10/18	CCOL1U10 Curncy	(J) Tasa de negociación del seguro contra incumplimiento crediticio sobre los bonos del gobierno de Colombia a 10 años
Estados Unidos (CDS 10 Años)	0.27%	26/10/18	CT786916 Curncy	(K) Tasa de negociación del seguro contra incumplimiento crediticio sobre los bonos del gobierno de Estados Unidos a 10 años
Ajuste por riesgo accionario	1.93			(L) = (M) / (N)
COLCAP Colombia	19.83%	26/10/18	COLCAP Index	(M) Volatilidad histórica del índice de capitalización de renta variable COLCAP
JP Morgan EMBI Plus Colombia Total Return	10.25%	26/10/18	JPEMCO Index	(N) Volatilidad histórica del índice sobre renta fija JP Morgan EMBI Plus Colombia
Rentabilidad del Capital Propio (USD)	11.23%			(D) = (A) + (B) + (C)
Prima cambiaria USD-COP	3.61%			(E) = (1 + O) / (1 + P) - 1
Swap COP - LIBOR 10 Años	6.89%	26/10/18	CLSWU10 Curncy	(O) Tasa de negociación de un contrato que permite intercambiar pesos colombianos a tasa fija por dólares a tasa variable a un plazo de 10 años
Swap USD - LIBOR 10 Años	3.17%	26/10/18	USSW10 Curncy	(P) Tasa de negociación de un contrato que permite intercambiar dólares a tasa fija por tasa variable a un plazo de 10 años
Rentabilidad del Capital Propio (COP)	15.24%			Ke COP = (1 + D) × (1 + E) - 1

* El sesgo de sobrevivencia (1.50%) es la sobrestimación de los resultados presentados por los índices de mercado al excluir de su composición aquellas empresas que fracasan y salen del índice. De esta forma, la rentabilidad de los índices solo incluye a aquellas empresas que sobreviven y, por ende, su valor resulta ser más alto del que realmente se observaría.

Cifras redondeadas a dos decimales. Las tasas presentadas aquí están en términos efectivo anual.

Fuente: Bloomberg, Aswath Damodaran, CFA Institute. Cálculos Corficolombiana.

RESUMEN DE PROYECCIONES ECONÓMICAS

	2016	2017	2018p	2019p	2020p
ACTIVIDAD ECONÓMICA					
PIB nominal (Billones de pesos)	862.7	915.9	972.6	1040.9	1115.0
PIB nominal (Miles de millones de dólares)	283.8	309.7	335.4	349.3	370.5
Crecimiento real anual					
PIB (%)	2.0	1.8	2.8	3.2	3.5
Consumo Privado (%)	2.1	1.8	2.7	2.6	3.3
Consumo Público (%)	1.8	4.0	3.6	5.0	2.5
Formación Bruta de Capital Fijo (%)	-3.6	3.4	2.1	4.0	5.2
Exportaciones (%)	-1.0	-0.5	2.0	3.1	3.8
Importaciones (%)	-6.2	0.4	1.9	1.5	3.0
Contribuciones (puntos porcentuales)					
Consumo Privado (p.p.)	1.3	1.2	1.8	1.8	2.2
Consumo Público (p.p.)	0.3	0.6	0.5	0.7	0.4
Formación Bruta de Capital Fijo (p.p.)	-1.0	0.7	0.4	0.8	1.1
Exportaciones (p.p.)	-0.1	-0.1	0.3	0.5	0.6
Importaciones (p.p.)	1.5	-0.1	-0.4	-0.3	-0.6
PRECIOS					
Inflación, fin de año (%)	5.8	3.9	3.3	3.8	3.5
Inflación, promedio anual (%)	7.5	4.3	3.3	3.7	3.5
Salario mínimo mensual (Miles de pesos)	689.5	737.7	789.4	824.9	853.7
Salario mínimo, variación anual (%)	7.0	7.0	4.5	3.5	4.7
TASAS DE INTERÉS					
Tasa de interés de política monetaria, fin de año (%)	7.50	4.75	4.25	4.75	4.75
DTF E.A., fin de año (%)	6.86	4.95	4.50	5.00	5.00
Bonos gubernamentales a 10 años (TES 2024), fin de año (%)	6.90	6.10	6.35	6.60	6.50
FINANZAS PÚBLICAS					
Balance fiscal total Gobierno Nacional Central (GNC) (% PIB)	-4.0	-3.6	-3.1	-2.4	-2.2
Balance fiscal primario GNC (% PIB)	-1.0	-0.7	-0.2	0.5	-0.3
Deuda bruta GNC (% PIB)	42.3	43.6	44.3	44.8	45.4
Deuda bruta Sector Público No Financiero (SPNF) (% PIB)	48.2	48.5	49.2	54.5	NA
Balance fiscal total Sector Público Consolidado (SPC) (% PIB)	-2.4	-2.9	-2.4	-1.8	NA
SECTOR EXTERNO					
Tasa de cambio, fin de año (COP/USD)	3001	2984	2900	2980	3010
Tasa de cambio, promedio anual (COP/USD)	3040	2958	2900	2980	3010
Exportaciones de bienes, FOB (Miles de millones de dólares)	31.8	37.9	45.4	47.2	49.1
Importaciones de bienes, FOB (Miles de millones de dólares)	42.8	44.0	47.9	49.5	50.9
Balanza comercial (Miles de millones de dólares)	-11.1	-6.1	-2.4	-2.3	-1.9
Cuenta corriente de la balanza de pagos (Miles de millones de dólares)	-12.0	-10.6	-10.3	-10.7	-10.4
Cuenta corriente de la balanza de pagos (% PIB)	-4.2	-3.4	-3.1	-3.1	-2.8
Inversión extranjera directa (Miles de millones de dólares)	12.0	10.3	9.0	10.0	12.1
Inversión extranjera directa (% PIB)	4.2	3.3	2.7	2.9	3.3
Reservas internacionales (Miles de millones de dólares)	46.2	47.0	47.0	47.0	47.0

Fuente: Banco de la República, DANE, Ministerio de Hacienda. Estimaciones: Corficolombiana.

INVESTIGACIONES ECONÓMICAS CORFICOLOMBIANA

ESTRATEGIA MACROECONÓMICA

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-1) 3538787 Ext. 6105

julio.romero@corficolombiana.com

Ana Vera Nieto

Especialista Renta Fija

(+57-1) 3538787 Ext. 6138

ana.vera@corficolombiana.com

Maria Paula Contreras

Especialista Economía Local

(+57-1) 3538787 Ext. 6164

maria.contreras@corficolombiana.com

Cristhian Alejandro Cruz Moreno

Analista de divisas y commodities

(+57-1) 3538787 Ext. 6120

cristhian.cruz@corficolombiana.com

Juliana Pinzón Tróchez

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6107

juliana.pinzon@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6196

laura.parra@corficolombiana.com

Maria Camila Zambrano Rodríguez

Practicante Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

maria.zambrano@corficolombiana.com

RENTA VARIABLE

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

andres.duarte@corficolombiana.com

Luis Miguel Alcega

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6194

luis.alcega@corficolombiana.com

FINANZAS CORPORATIVAS

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6195

rafael.espana@corficolombiana.com

Andrés Felipe Beltrán

Analista Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6191

andres.beltran@corficolombiana.com

-Advertencia-

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

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

La información contenida en el presente documento fue preparada sin considerar los objetivos de los inversionistas, su situación financiera o necesidades individuales, por consiguiente, ninguna parte de la información contenida en el presente documento puede ser considerada como una asesoría, recomendación u opinión acerca de inversiones, la compra o venta de instrumentos financieros o la confirmación para cualquier transacción. La referencia a un determinado valor no constituye certificación sobre su bondad o solvencia del emisor.

Corficolombiana S.A. no asume responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

-Certificación del analista-

El (los) analista(s) que participó (aron) en la elaboración de este informe certifica(n) respecto a cada título o emisor a los que se haga referencia en este informe, que las opiniones expresadas se hacen con base en un análisis técnico y fundamental de la información recopilada, que se encuentra(n) libre de influencias externas. El (los) analista (s) también certifica(n) que ninguna parte de su compensación es, ha sido o será directa o indirectamente relacionada con una recomendación u opinión específica presentada en este informe.

-Información relevante-

Algún o algunos miembros del equipo de Investigaciones Económicas poseen inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

Corficolombiana S.A. o alguna de sus filiales ha tenido, tiene o posiblemente tendrá inversiones en activos emitidos por alguno de los emisores mencionados en este informe, su matriz o sus filiales.

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

Corficolombiana S.A. hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública.

Algún o de los emisores mencionados en este informe, su matriz o alguna de sus filiales han sido, son o posiblemente serán clientes de Corficolombiana S.A. o alguna de sus filiales.

Algún o de los emisores mencionados en este informe, su matriz o alguna de sus filiales han sido, son o posiblemente serán clientes de Grupo Aval Acciones y Valores S.A. o alguna de sus filiales.



Corficolombiana

www.corficolombiana.com