

MONITOR DEL BANQUERO CENTRAL

CIERRE EN 4.25%

› ACTIVIDAD ECONÓMICA (PAG.4)

Los resultados de crecimiento del PIB en 3T18 sugieren que el proceso de recuperación de la economía ha sido más lento de lo previsto. No obstante, la información disponible en lo corrido de 4T18 arroja resultados muy favorables.

› VARIABLES CREDITICIAS Y MONETARIAS (PAG.11)

Durante el mes de diciembre se ha dado una mejor liquidez dado que BanRep emitió una circular con cambios en el cálculo de encaje para fin de año donde se computa tri-semanal y no bi-semanal, como es usual. Por ser cierre de año, el saldo de DTN es apenas 13.2 billones de pesos, inferior al nivel en el que cerró 2017, y el más bajo en lo corrido del año, evidenciando que el Gobierno ha tenido que desembolsar más recursos por la programación de giros del Ministerio de Hacienda.

› MERCADO FINANCIERO (PAG.15)

A nivel global, el comportamiento de los activos financieros durante el último mes ha estado marcado por las tensiones entre EEUU y China, que ha llevado a un desempeño inusual en las tasas de los bonos del Tesoro, al punto que una sección de la curva de rendimientos se invirtió por primera vez en más de una década.

En el último mes, los títulos de deuda pública presentaron valorizaciones promedio de 18 pbs en buena parte como resultado de los cambios a la ponencia de la Ley de Financiamiento y la inclusión de una reducción en la tarifa de retención para inversionistas extranjeros en renta fija, del 14% al 5%, que ahora no será sólo para deuda pública, sino también para deuda privada o derivados financieros con subyacente en valores de renta fija.

› CONTEXTO EXTERNO Y CAMBIARIO (PAG.18)

La incertidumbre respecto al futuro de la economía a nivel mundial, las mayores tensiones políticas en Europa, junto con datos macroeconómicos levemente negativos, fueron algunos de los factores más relevantes en el contexto externo durante los últimos tres meses. Bajo este contexto, el peso colombiano acumula una depreciación año corrido cercana al 7%, junto a importantes episodios de volatilidad.

› EXPECTATIVAS (PAG.25)

En la última reunión del año, esperamos que BanRep mantenga inalterada la tasa de intervención en 4.25%.

Resumen

La información conocida desde la última reunión de BanRep con decisión de tasas de interés, a finales de octubre, apunta a que mañana **la autoridad monetaria mantendrá inalterada su tasa de interés de intervención en 4.25%**. Vale la pena señalar que el balance de factores que tendrá en cuenta la Junta señala una menor velocidad en el ritmo de recuperación de la actividad económica, de manera que las presiones al alza sobre los precios por el lado de la demanda son bajas y la inflación se ha estabilizado levemente por encima de la meta de 3.0% a/a; sin embargo, las perspectivas para 2019 sugieren algunas presiones al alza por el lado de la oferta, lo que se ha reflejado en el aumento de las expectativas de inflación medidas a través del mercado de deuda pública y de las encuestas a los analistas durante los últimos dos meses. Parte de este incremento estuvo relacionado con los posibles efectos de la Ley de Financiamiento que presentó el Gobierno, aunque finalmente la ponencia que aprobó ayer el Congreso tendría un impacto moderado sobre la inflación.

En particular, los datos de actividad económica de 4T18 señalan que la recuperación continuaría a un ritmo lento, impulsada principalmente por el esperado repunte en la inversión fija, pero la economía seguiría por debajo de su nivel potencial. De esta forma, la actividad económica volvería a acelerarse en la última parte del año, llevando a un crecimiento de 2.7%-2.8% en 2018. No obstante, el fuerte deterioro que ha presentado la confianza del consumidor en los últimos meses, asociada a la incertidumbre generada alrededor de la Ley de Financiamiento, genera un sesgo a la baja sobre el crecimiento y es un factor que la Junta de BanRep deberá tener en cuenta para definir la hoja de ruta de la política monetaria en los próximos meses.

Por su parte, en noviembre la inflación continuó su convergencia hacia la meta de BanRep y se ubicó en 3.27%, impulsada principalmente por un ajuste a la baja en los precios de los bienes y servicios transables, rubro que sigue sin reflejar la devaluación del peso de los últimos tres meses. Lo anterior, sumado a la persistente desaceleración en la inflación de los bienes y servicios no transables, ha provocado un descenso importante en las diferentes medidas de inflación básica, cuyo promedio pasó de 4.71% a/a en diciembre de 2017 a 3.26% a/a en noviembre. Nuestra expectativa para diciembre es que se mantenga la estabilidad en el nivel general de precios, de manera que estimamos una variación del IPC de 0.38% m/m, similar a la registrada en diciembre del año anterior. Así, la inflación anual cerraría el año alrededor de 3.3% a/a, cerca de 1 p.p. por debajo de la inflación de cierre de 2017 (4.1% a/a) y en línea con la expectativa que mantuvimos durante todo este año (ver "Bajo control" en [Informe de Inflación – Diciembre 18 de 2018](#)).

Entre tanto, la cartera de crédito ha dado algunas señales de recuperación, aunque leves, en un contexto en el que la transmisión de la política monetaria levemente expansiva se ha dado en su gran mayoría, pero todavía queda espacio para mayores reducciones en las tasas de colocación, especialmente en los créditos de consumo.

Actividad económica

Maria Paula Contreras

Especialista Economía Local

3538787 Ext. 6164

maria.contreras@corficolombiana.com

Los indicadores líderes sugieren una aceleración del crecimiento en 4T18.

La mayoría de indicadores adelantados sugieren un fortalecimiento del consumo privado en 4T18.

Los resultados de crecimiento del PIB en 3T18 sugieren que el proceso de recuperación de la actividad económica ha sido más lento de lo previsto inicialmente y podría moderarse en la segunda parte del año. En efecto, factores como una menor reacción de la inversión ante la normalización del panorama político y señales de una moderación en el crecimiento del consumo privado, nos llevan a tener un ligero sesgo a la baja sobre nuestro pronóstico de crecimiento de 2.8% a/a¹ para este año (ver “Actividad económica local” en [Informe Semanal – Noviembre 26 de 2018](#)). En esta línea, y ante el comportamiento reciente de algunos sectores que no reflejan una evidente recuperación, el equipo técnico de BanRep redujo levemente sus proyecciones de crecimiento para 2018 desde 2.7% hasta 2.6%.

Lo anterior significa de todas formas una aceleración del crecimiento del PIB en 4T18, situación que hasta el momento pareciera soportada por el comportamiento de la mayoría de los indicadores líderes. Por un lado, la información disponible sugiere un mejor desempeño de la inversión fija, tanto en construcción como en otras actividades, lo que impulsaría el crecimiento de forma importante. Por su parte, si bien los indicadores relacionados con el consumo privado han presentado un fortalecimiento en lo corrido de 4T18, el persistente deterioro en la confianza de los consumidores genera preocupación acerca de su dinámica en los próximos meses.

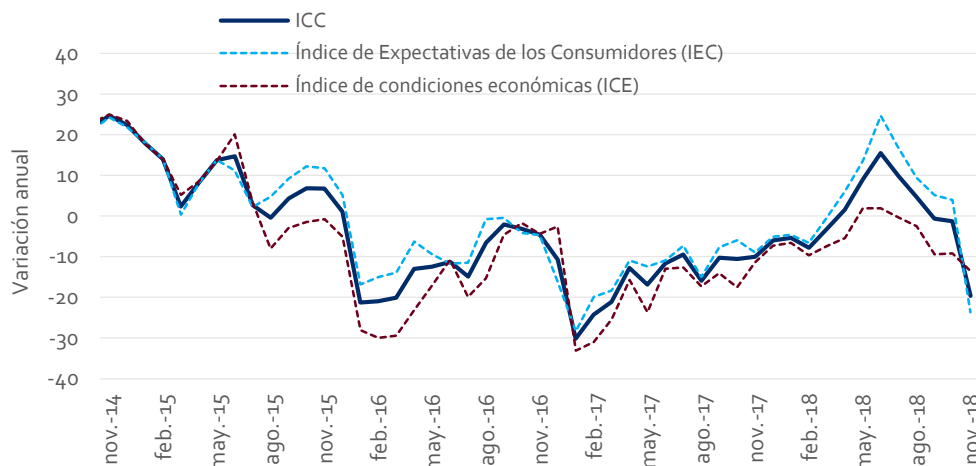
› Consumo de los hogares

La evolución de algunos indicadores disponibles en los primeros meses de 4T18, sugiere un fortalecimiento del consumo privado en la última parte del año. No obstante, el fuerte deterioro que ha registrado la confianza del consumidor en los últimos meses genera señales de alerta sobre su dinamismo en 2019.

En noviembre, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) presentó una caída notable y se ubicó en -19.6 puntos, significativamente por debajo del registro de octubre y del dato observado doce meses atrás (-10.0 puntos). El retroceso en el índice agregado estuvo explicado por un fuerte deterioro en las expectativas de los hogares sobre su situación económica en los próximos meses, las cuales pasaron de registrar un balance de +3.9 puntos en octubre a uno de -23.7 puntos (Gráfico I.1.), situación que creemos está relacionada con la incertidumbre generada por la discusión de la Ley de Financiamiento y el efecto de algunas de las medidas que esta comprendía sobre el ingreso disponible de las personas naturales. Con este resultado, el ICC consolidó el cambio de la tendencia de recuperación que había presentado a lo largo de todo 2018, y completó tres meses consecutivos en terreno negativo, sugiriendo una perspectiva negativa para el desempeño del consumo de los hogares en 4T18 y principios de 2019.

¹ En adelante, haremos referencia a crecimientos anuales (a/a) a menos que especifiquemos lo contrario.

Gráfico I.1. Índice de Confianza del Consumidor



Fuente: Fedesarrollo

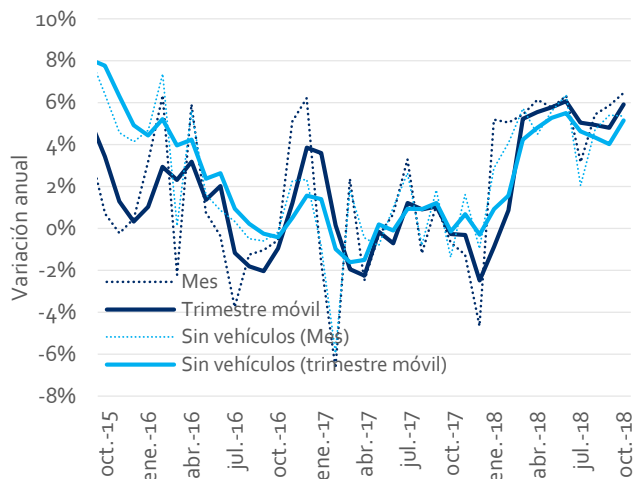
A pesar de la persistente reducción en la confianza, los demás indicadores relacionados con el desempeño del consumo han mostrado señales muy positivas para los primeros meses de 4T18.

Por un lado, las ventas al por menor registraron en octubre su mejor comportamiento desde junio de 2015 al presentar un crecimiento de 6.5%, acelerándose frente al 5.9% registrado en septiembre y recuperándose notablemente frente a la caída de 0.7% reportada en el mismo mes del año anterior. Este comportamiento obedeció principalmente a un mayor dinamismo de las ventas de vehículos, las cuales registraron un crecimiento de 14.3% en la antesala del Salón Internacional del Automóvil. Con este resultado, las ventas al por menor crecieron 5.9% en el trimestre agosto-octubre, sosteniendo la tendencia de recuperación presentada a lo largo del año y sugiriendo un fortalecimiento adicional del gasto de los hogares en la última parte del año (Gráfico I.2.).

De forma similar, las compras externas de bienes de consumo final continuaron registrando un comportamiento muy favorable en el décimo mes del año, al crecer a tasas de dos dígitos, tanto en dólares como en pesos constantes (24.5% y 26.7%, respectivamente). Llama la atención, además, la fuerte recuperación que mostraron dichas importaciones en volumen, al pasar de registrar una contracción de 3.0% en septiembre a un crecimiento de 16.1% en octubre (Gráfico I.3.). Lo anterior respondió principalmente a un incremento notable en las importaciones de bienes de consumo duraderos (crecimiento cercano al 40% en dólares, volúmenes y términos reales), lo cual refleja que la política monetaria ligeramente expansiva que estuvo vigente durante 2018 continúa favoreciendo las decisiones de consumo de los hogares.

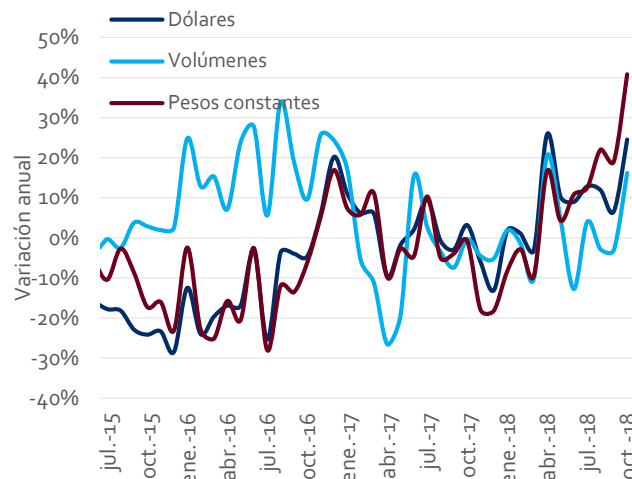
El fuerte deterioro que ha presentado la confianza del consumidor genera preocupación sobre el desempeño del consumo en 2019.

Gráfico I.2. Ventas al por menor



Fuente: Dane

Gráfico I.3. Importaciones de bienes de consumo



Fuente: Dane

A pesar de lo anterior, el dinamismo del consumo en los próximos meses podría verse limitado por el continuo deterioro de los principales indicadores del mercado laboral; en particular de los niveles de desempleo, los cuales se incrementaron en octubre tanto a nivel nacional como en las 13 principales ciudades del país (a 9.1% y 10.2% respectivamente).

› **Inversión fija**

Todos los indicadores relacionados con el desempeño de la inversión fija presentaron resultados muy favorables en el primer mes de 4T18. La producción de concreto y cemento mostró avances importantes, sugiriendo que la inversión en construcción podría comenzar a mostrar una mejoría. De igual forma, la inversión diferente a construcción continuaría su senda de recuperación, a juzgar por la dinámica de las importaciones de bienes de capital.

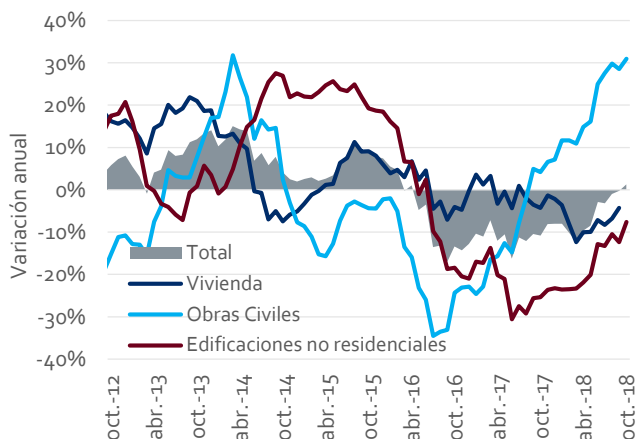
El crecimiento de la producción de concreto volvió a terreno positivo en octubre, luego de presentar contracciones por cinco meses consecutivos. Este indicador presentó un crecimiento de 4.1% en el décimo mes del año, recuperándose notablemente frente a las caídas de 0.2% y 3.8% reportadas en septiembre y en octubre del año anterior, respectivamente. El mayor dinamismo de este indicador continuó impulsado principalmente por la construcción de obras civiles. De esta forma, la producción de concreto presentó un crecimiento de 1.3% en el trimestre agosto-octubre, el primer resultado positivo en cerca de 30 trimestres móviles (Gráfico I.4.).

De forma similar, la producción y los despachos de cemento gris continuaron con la tendencia de recuperación iniciada unos meses atrás, al presentar crecimientos de 2.4% y 5.2% respectivamente, superiores a las variaciones reportadas en octubre de 2017

De acuerdo con la información disponible, la inversión fija en construcción y otras actividades exhibiría un mejor desempeño en 4T18.

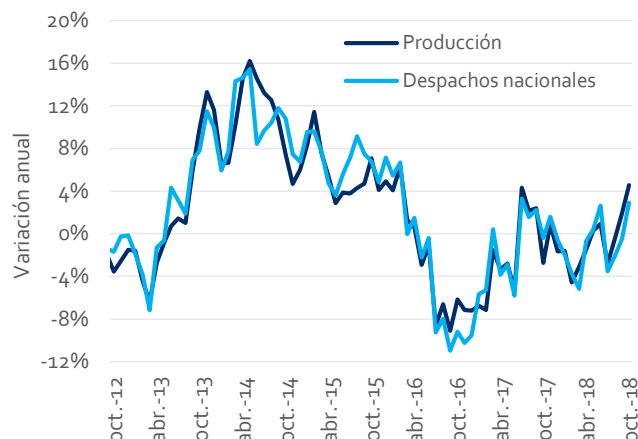
(0.5% y 3.6%). Así, los crecimientos de ambos indicadores presentaron mejoras importantes frente a 3T18 (Gráfico I.5).

Gráfico I.4. Producción de concreto según destino (trimestre móvil)



Fuente: Dane

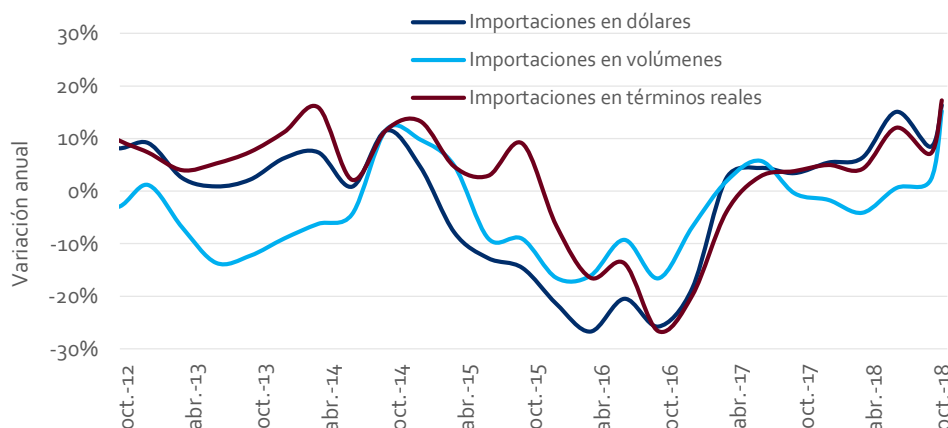
Gráfico I.5. Producción y despachos de cemento gris (trimestre móvil)



Fuente: Dane

Por su parte, la dinámica de las compras externas de bienes de capital también sugiere que la inversión diferente a construcción exhibiría un repunte en la última parte del año. En efecto, en el trimestre agosto-octubre, las importaciones de bienes de capital para la industria registraron crecimientos superiores al 15% en dólares, volúmenes y pesos constantes, notablemente superiores a los registrados en 3T18 en todos los casos (Gráfico I.6.). Asimismo, las importaciones de bienes de capital para equipo de transporte registraron crecimientos superiores a 20% en dólares y en términos reales, acelerándose de forma importante frente a las variaciones de 2.1% y 0.9% registradas en 3T18, respectivamente.

Gráfico I.6. Importaciones de bienes de capital* (Trimestre móvil)



Fuente: Dane. Cálculos Corficolombiana. *Para la industria.

Adicionalmente, las expectativas de inversión en maquinaria y equipo reportadas en la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) de BanRep registraron un balance positivo por segundo mes consecutivo, impulsadas por unas mayores perspectivas de inversión en los sectores de transporte, industria y comercio.

› **Sectores**

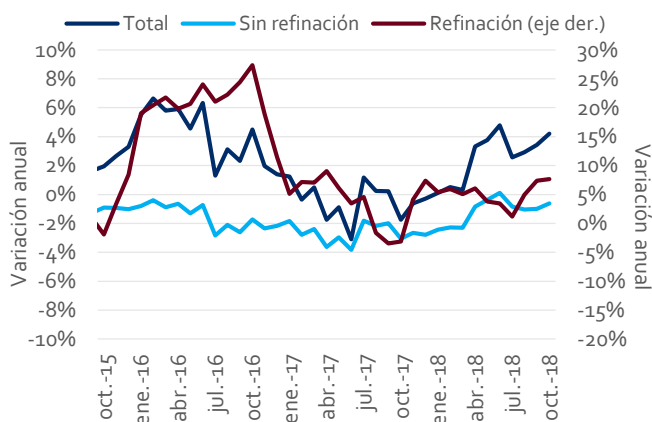
La información disponible acerca del comportamiento de algunos sectores económicos también sugiere un fortalecimiento de la actividad económica en 4T18.

La producción industrial volvió a registrar un crecimiento importante en octubre (5.8%), acelerándose frente a la cifra registrada en 3T18 y en el mismo mes del año anterior (2.9% y -0.3% respectivamente). Cabe resaltar que el mayor dinamismo del sector obedeció principalmente a una recuperación de la producción industrial sin refinación, la cual presentó un crecimiento de 6.5%, significativamente superior al de 1.1% observado en septiembre. Dicho crecimiento estuvo impulsado por el buen desempeño de 35 de las 39 actividades industriales, dentro de las cuales se destacan la fabricación de vehículos, productos farmacéuticos y productos de caucho y plástico. En contraste, el sector de la refinación de petróleo se desaceleró al crecer 2.8% en octubre, frente al 11.0% en septiembre.

La industria y la minería continuarían mostrando una recuperación importante en la última parte del año.

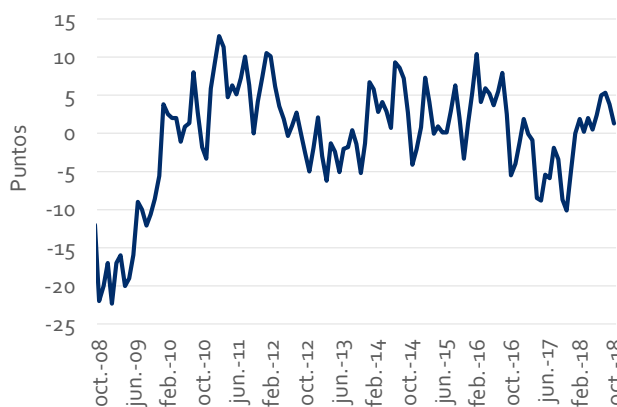
Con este resultado, la producción industrial registró un crecimiento de 4.2% en el trimestre agosto – octubre, acelerándose frente al 3.4% reportado en 3T18 y sugiriendo mejores perspectivas para el crecimiento del sector en 4T18 (Gráfico 1.7.). No obstante, la dinámica reciente del Índice de Confianza Industrial (ICI) sugiere que la producción industrial podría registrar una leve desaceleración en los próximos meses. En efecto, el ICI se ubicó en 1.3 puntos en el décimo mes del año, disminuyendo frente al mes anterior, aunque manteniéndose en niveles muy superiores a los registrados en 2017 (Gráfico 1.8.).

Gráfico 1.7. Producción industrial (Trimestre móvil)



Fuente: Dane

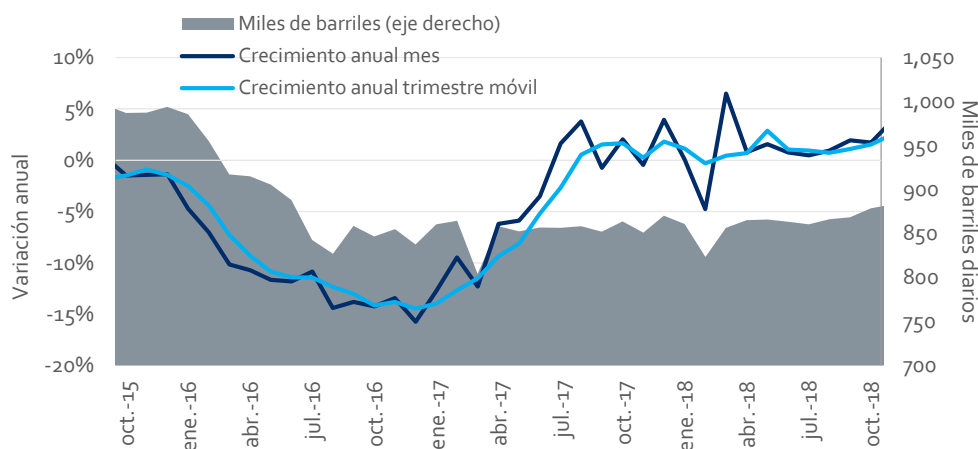
Gráfico 1.8. Índice de Confianza Industrial (ICI)



Fuente: Dane

Por su parte, el sector minero podría mantener su recuperación a juzgar por la evolución de la producción de petróleo en los primeros meses de 4T18. En efecto, en noviembre se produjeron 883 mil barriles de crudo por día –el mayor nivel desde junio de 2016–, lo que representó un aumento de 3.8% frente a la producción del mismo mes del año anterior (864 mil barriles por día) (Gráfico I.9.).

Gráfico I.9. Producción de petróleo



Fuente: MinMinas

En contraste, la evolución reciente de la producción de café sugiere que el sector agrícola podría mostrar una leve recuperación frente a 3T18, en donde sólo creció 0.1%. Si bien la producción del grano presentó una ligera contracción en noviembre (-0.3%), retrocediendo frente al crecimiento de 1.2% reportado en octubre, se recuperó notablemente frente a la caída de 14.5% en septiembre. Con este resultado, la producción de café presentó una contracción de 4.7% en el trimestre septiembre-noviembre, moderando la caída de 13.8% observada en 3T18.

› Inflación

La inflación cerraría 2018 alrededor de 3.3%, en línea con la expectativa que mantuvimos durante todo el año.

En noviembre, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) registró una variación mensual de 0.12% m/m, levemente por debajo de nuestra expectativa y de lo esperado por el promedio del mercado (0.17% m/m). Esta cifra fue inferior a la registrada en noviembre del año anterior, con lo que la inflación anual se desaceleró levemente hasta 3.27%.

Este comportamiento estuvo explicado principalmente por una desaceleración de la inflación de los bienes y servicios transables, rubro que sigue sin reflejar la devaluación del peso de los últimos tres meses. A lo anterior se sumaron leves presiones a la baja por cuenta de los no transables y los alimentos, las cuales fueron contrarrestadas por una aceleración en la inflación de los regulados.

Para diciembre esperamos que la variación mensual del IPC sea de 0.38% m/m, similar a la variación registrada en diciembre del año anterior, con lo que la inflación anual se mantendría relativamente estable y cerraría el año alrededor de 3.3% a/a, cerca de 1 p.p.

por debajo de la inflación de cierre de 2017 (4.1% a/a) y en línea con la expectativa que mantuvimos durante todo este año (ver "Bajo control" en [Informe de Inflación – Diciembre 18 de 2018](#)).

Variables crediticias y monetarias

Laura Daniela Parra Pérez

Analista de Investigaciones

Tel. (571) 3538787 Ext. 6196

laura.parra@corficolombiana.com

Ana Vera Nieto

Especialista Renta Fija

Tel. (571) 3538787 Ext. 6138

ana.vera@corficolombiana.com

La cartera aumentó 5.7% nominal en noviembre. Acelerándose 50 pbs con respecto al mes anterior.

Las tasas de colocación de la modalidad comercial incorporaron en su totalidad la reducción de la tasa de referencia.

› *Cartera de crédito: repunte tímido*

De acuerdo con la información disponible con corte al 30 de noviembre de 2018, el crecimiento de la cartera nominal continuó su recuperación al acelerarse hasta 5.7% a/a, 50 pbs superior al mes anterior. En términos reales, la colocación aumentó 2.4% a/a, acelerándose de igual manera 50 pbs frente al mes previo.

Al analizar la cartera por modalidad, encontramos que tanto el crédito comercial como el de consumo continuaron mostrando señales de recuperación. En particular, la cartera comercial aumentó 2.8% a/a nominal, acelerándose 80 pbs con respecto al mes anterior, alcanzando la tasa de crecimiento más alta desde mayo. No obstante, en términos reales esta cartera continúa registrando contracciones, si bien se moderaron hasta -0.5% a/a, la tasa menos negativa desde mayo de este año. Cabe mencionar que esta modalidad representa el 53.1% de la cartera total y en consecuencia determina buena parte de la tendencia de la colocación.

Por su parte, las tasas nominales de crédito comercial se ubicaron estables en 9.2% al 30 de noviembre (Cuadro II.1). En términos reales, el promedio ponderado de las tasas de crédito comercial se ubicó en 5.3%. Vale la pena mencionar que la tasa de interés de referencia ha disminuido 350 pbs desde que empezó el ciclo de reducciones (16 de diciembre de 2016), mientras que el promedio de tasas nominales en la modalidad comercial ha disminuido 405 pbs, por lo que las tasas de colocación incorporaron en su totalidad la reducción de la tasa de referencia.

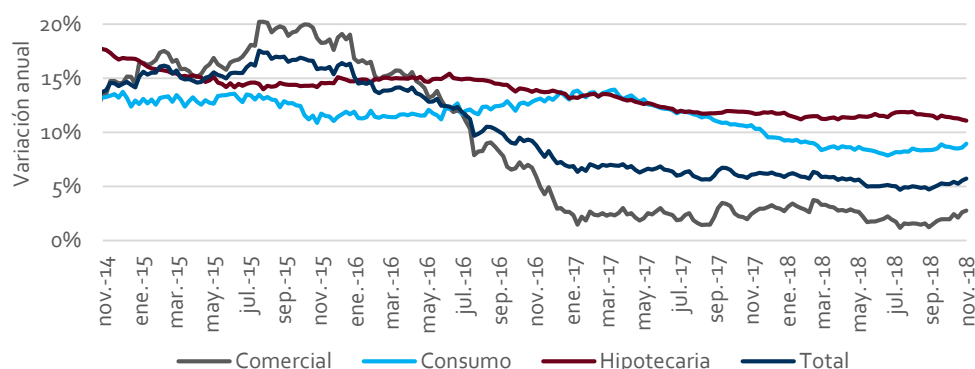
La cartera de consumo continuó su proceso de recuperación y estabilización en ritmos de crecimientos superiores al 5% a/a real. En efecto, la colocación aumentó 9.0% a/a nominal, acelerando 40 pbs su crecimiento con respecto a inicio de mes y alcanzando el nivel más alto desde marzo. En términos reales, su crecimiento se ubicó en 5.5% a/a, acelerándose 30 pbs. Cabe mencionar que el crecimiento promedio real de 2017 fue 7.4% a/a, por lo que, pese a las recientes aceleraciones, el crecimiento permanece estable en su punto bajo del ciclo. Esta modalidad representa el 29.8% de la cartera total.

Vale la pena señalar que **las tasas de colocación de esta modalidad de crédito continúan incorporando las reducciones en la tasa de referencia por parte del BanRep**. En efecto, desde que inició el ciclo de reducciones las tasas nominales han disminuido 308 pbs, por debajo del ajuste de 350 pbs en la tasa repo, lo que indica que aún hay un espacio de transmisión de la política monetaria moderadamente expansiva actual. En la medida en que el impulso monetario continúe incorporándose en las tasas de colocación, esperamos que las colocaciones de esta modalidad de crédito consoliden su recuperación. De esta forma, las tasas nominales de colocación se ubicaron, en promedio, en 16.5% (Cuadro II.1), 55 pbs por debajo de lo reportado el 2 de noviembre, mientras que las reales disminuyeron 53 pbs, situándose en 12.3%.

La cartera hipotecaria moderó su crecimiento a 11.1% a/a en septiembre.

Finalmente, la variación anual de la cartera hipotecaria se desaceleró 30 pbs hasta ubicarse en 11.1% a/a nominal al finalizar noviembre (Gráfico II.1). Esta modalidad de cartera representa el 14.3% del total. Entre tanto, **las tasas de interés tanto en pesos como en UVR disminuyeron para el segmento No VIS y se mantuvieron inalteradas para el VIS.** En particular, la tasa en pesos para el segmento VIS se mantuvo en 11.6% mientras que la tasa en pesos para el segmento no VIS disminuyó 10 pbs al ubicarse en 10.4% al cierre de mes.

Gráfico II.1 Crecimiento nominal anual de la cartera de créditos



Fuente: BanRep. Cálculos Corficolombiana.

Por su parte, la tasa atada a la UVR para vivienda VIS se mantuvo en 8.7% mientras que para vivienda no VIS se redujo 20 pbs al pasar a 7.2%. Cabe señalar que las tasas han incorporado en promedio 163 puntos básicos de la reducción de la tasa de BanRep por lo que hay un espacio importante que permitirá impulsar esta modalidad de crédito en el primer semestre de 2019.

Cuadro II. 1 Tasas de colocación de crédito del Sistema Financiero

Fecha	Nominales			Reales			BR
	Consumo	Comercial	Hipotecaria	Consumo	Comercial	Hipotecaria	
16-dic-16	19.5	13.2	12.9	13.7	7.7	7.4	2.5
01-dic-17	18.3	10.1	11.9	12.6	4.8	6.6	-0.2
02-nov-18	17.0	9.2	11.6	12.8	5.3	7.6	0.5
30-nov-18	16.5	9.2	11.6	12.3	5.3	7.6	0.5
Cambio mensual	-55	2	0	-53	2	0	0
Año corrido	-195	-50	-31	-46	83	105	78
Anual	-180	-87	-34	-31	48	102	78

Fuente: BanRep. Cálculos Corficolombiana. La tasa hipotecaria corresponde a adquisición de vivienda VIS en pesos.

Nuestra expectativa de que BanRep deje sin cambios la tasa repo en su reunión de esta semana es acorde con el proceso incompleto de transmisión sobre las tasas de colocación en las modalidades de consumo y vivienda. Creemos que estamos en el punto de inflexión de la colocación, por lo que esperamos un repunte en los primeros dos trimestres de 2019.

› **Agregados monetarios**

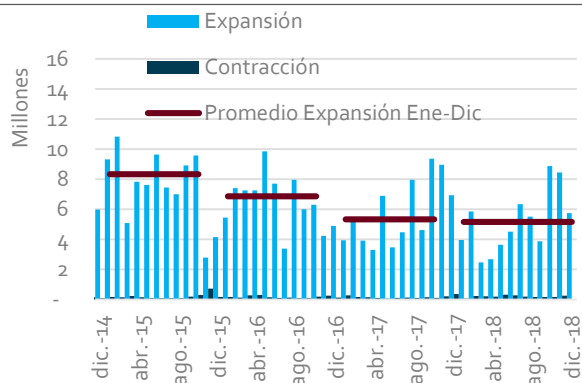
El promedio del total de recursos en expansión disminuyó durante el último mes (cifras hasta el 17 de diciembre) desde un promedio de 7.3 billones de pesos observados en diciembre del 2017, hasta 4.9 billones en lo corrido de diciembre, ubicándose por debajo del promedio de 2018 (Gráfico II. 2).

Entre tanto, el promedio del cupo de expansión a 1 día fue de 7.3 billones de pesos en lo corrido de diciembre, inferior a los 8.4 billones ofrecidos en diciembre del 2017. Por su parte, el promedio del saldo total de recursos de contracción se ubicó en 365 mil millones, superior al valor del mismo mes del año pasado. La mejor liquidez observada en este mes de diciembre, obedece a que el BanRep emitió una circular con cambios en el cálculo de encaje para fin de año donde se computa tri-semanal y no bi-semanal, como es usual. Se estipuló que las disponibilidades se calcularán con el promedio aritmético de los encajes requeridos de los días calendario del período comprendido entre el 28 de noviembre y el 18 de diciembre, ambos días incluidos, y del periodo entre el 19 de diciembre del 2018 y el 8 de enero de 2019, ambos días incluidos.

Se evidencia incremento en el costo de recursos a corto plazo.

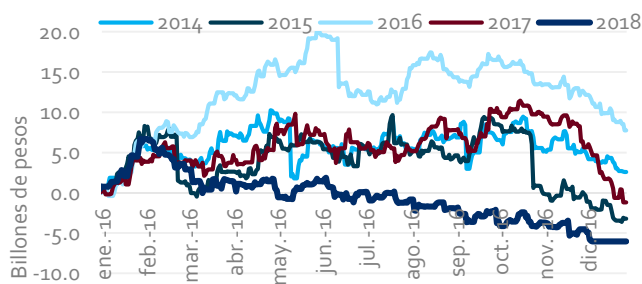
El costo de fondeo entre los bancos se ha incrementado, por la mayor incertidumbre respecto al impacto de incrementos de tasas de la Fed en EEUU y el impacto local de la Ley de Financiamiento sobre la inflación. La brecha entre el IBR overnight y la tasa de intervención se mantiene cercana a cero. De igual forma, la DTF aumentó a 4.55%, con ligera tendencia al alza dado el mayor apetito por captaciones de corto plazo en un entorno de menor liquidez.

Gráfico II. 2 Saldo promedio de operaciones repo en BanRep



Fuente BanRep

Gráfico II. 3. Saldo de disponibilidades de la DTN en BanRep (año corrido)



Fuente: BanRep, Infovalmer. Cálculos Corficolombiana

Se espera menor liquidez en los próximos meses, consistente con la aproximación de pagos del Gobierno.

Destacamos el cambio en la disponibilidad de recursos del Gobierno Nacional, medido como el balance en los recursos de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN). En efecto, por ser cierre de año, el saldo de DTN es apenas 13.2 billones de pesos inferior al nivel en el que cerró 2017, el más bajo en lo corrido del año, evidenciando que el Gobierno ha tenido que desembolsar más recursos por la programación de giros del Ministerio de Hacienda hacia los diferentes programas del Gobierno (Gráfico II.3). En este entorno, esperamos que continúe la menor liquidez en el cierre de año, pero también anticipamos un mejor panorama a comienzos del 2019, asociado a las fechas de vencimientos de pagos de impuestos a la DIAN.

Mercados Financieros

Ana Vera Nieto
 Especialista Renta Fija
 Tel. (571) 3538787 Ext.6138
ana.vera@corficolombiana.com

› Mercado Internacional

A nivel global, el comportamiento de los activos financieros durante el último mes ha estado marcado por las tensiones entre EEUU y China, que ha llevado a un desempeño inusual en las tasas de los bonos del Tesoro, al punto que una sección de la curva de rendimientos de los Bonos de Tesoro de EEUU se invirtió por primera vez en más de una década (Gráfico III.1).

Gráfico III.1 . Pendiente de la curva de bonos del Tesoro de EEUU



Fuente: Bloomberg

Este fenómeno no es usual y se atribuye en parte al mayor apetito por Bonos de 10 años, que es considerado un activo libre de riesgo. En particular, la pendiente invertida de la curva de bonos está relacionada a la expectativa de que la Fed realice menos incrementos de lo previsto en su tasa de referencia en 2019, y al fenómeno de aversión al riesgo global que reduce los rendimientos de 10 años (fenómeno conocido como *flight to quality*).

Por otra parte, las tensiones en Europa por el Brexit y el fin del estímulo monetario del BCE (ver sección Contexto Externo y Cambiario), han generado que las tasas de los bonos europeos se ubiquen en niveles que no se observaban desde 2016 (Gráfico III.2).

Los mercados emergentes han incorporado la posesión de nuevos gobiernos en Brasil y México, y los rendimientos de los bonos de referencia de algunos de estos mercados aumentaron de forma significativa durante este año (Gráfico III.3).

Lo anterior ha sido resultado de la venta generalizada de activos de países emergentes (Gráfico III.4), de manera que en el último mes han salido cerca de 4.8 mil millones de dólares de fondos de inversión globales en bonos de estas economías (Gráfico III.4). Teniendo en cuenta que esperamos que la política monetaria en países desarrollados continúe su proceso de normalización (incrementos de tasas de interés), creemos que esta tendencia se mantendrá en los próximos meses.

Gráfico III.2. Principales bonos soberanos a 10 años de economías desarrolladas

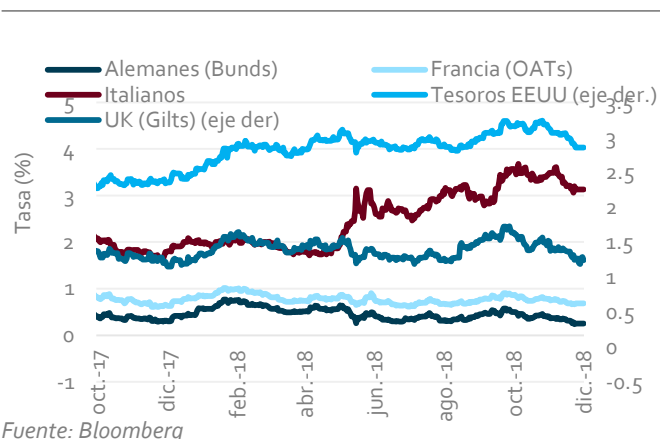


Gráfico III.3. Variación en el corrido de 2018 de la tasa de los bonos soberanos de países emergentes

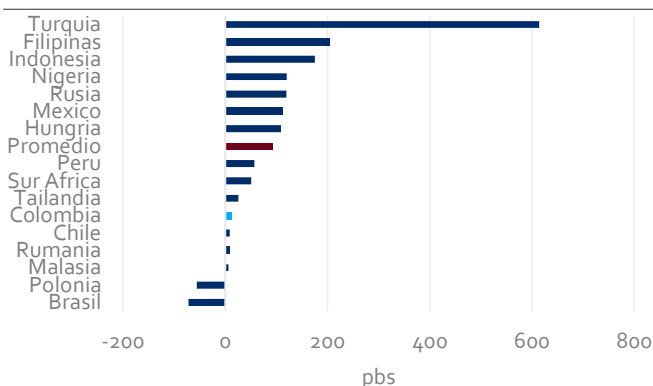
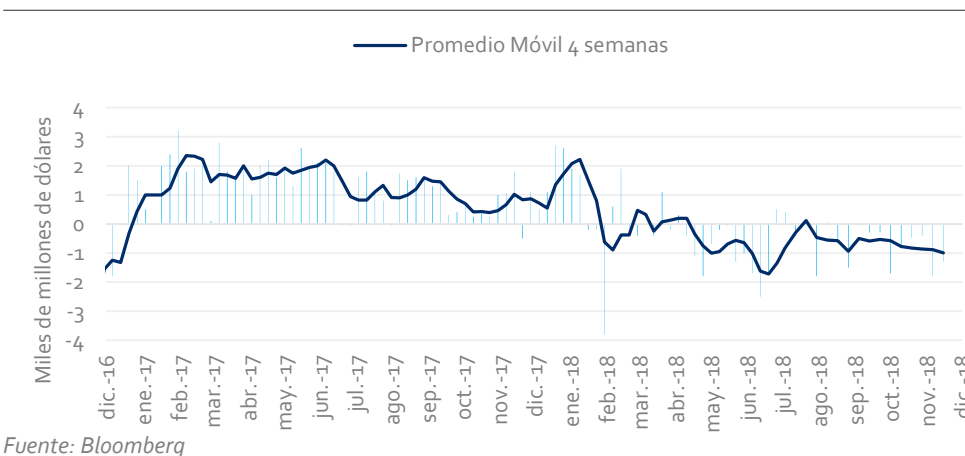


Gráfico III.4. Flujos de fondos de inversión globales a bonos de economías emergentes



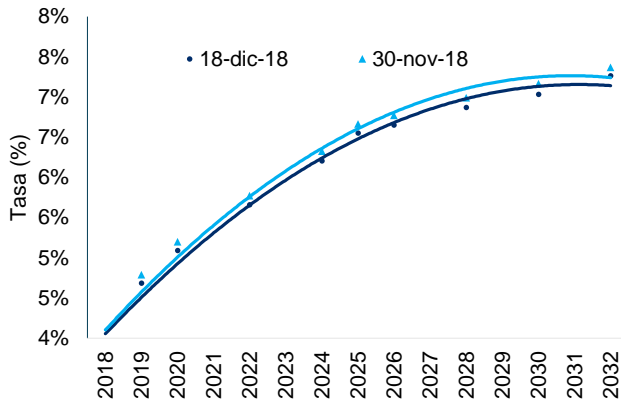
› **Mercado local**

En el último mes, los títulos de deuda pública presentaron valorizaciones promedio de 18 pbs (Gráfico III.5), en buena parte como resultado de los cambios a la ponencia de la Ley de Financiamiento que actualmente está discutiendo el Congreso.

En particular, la ponencia en trámite excluyó medidas que generaban presiones inflacionarias (IVA a la mayoría de bienes y servicios de la canasta familiar) e incluye una reducción en la tarifa de retención para inversionistas extranjeros en renta fija, del 14% al 5%, que ahora no será sólo para deuda pública, sino también para deuda privada o derivados financieros con subyacente en valores de renta fija. Adicionalmente, durante

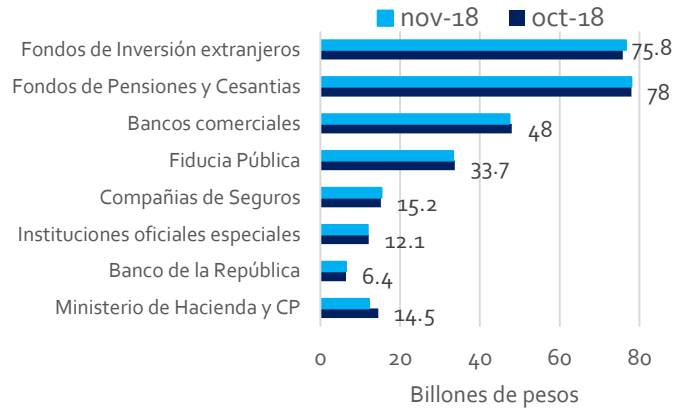
el mes de noviembre la participación de tenedores extranjeros de TES se mantiene estable, a pesar de las salidas de recursos de mercados emergentes (Gráfico III. 6).

Gráfico III.5. Curva de rendimientos TES tasa fija



Fuente: Bloomberg

Gráfico III.6. Tenedores de TES locales

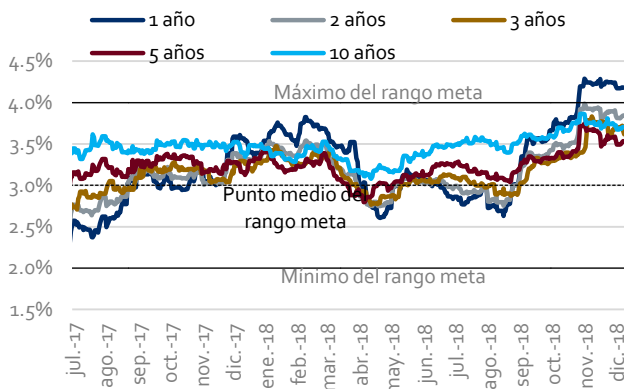


Fuente: Ministerio de Hacienda. Cálculos Corficolombiana

Por otra parte, las expectativas implícitas de inflación medidas a través de los títulos de deuda pública disminuyeron 12 pbs en el último mes (Gráfico III. 6). En promedio para todos los plazos se espera una inflación de 3.8%, frente a un valor esperado de 3.5% o inferior en meses anteriores. No obstante, es importante advertir que el plazo a un año se mantiene por encima del rango meta, por la incertidumbre respecto al impacto del fenómeno del Niño en el primer semestre de 2019 y de algunos cambios sobre las bebidas que contempla la ponencia de Ley de Financiamiento.

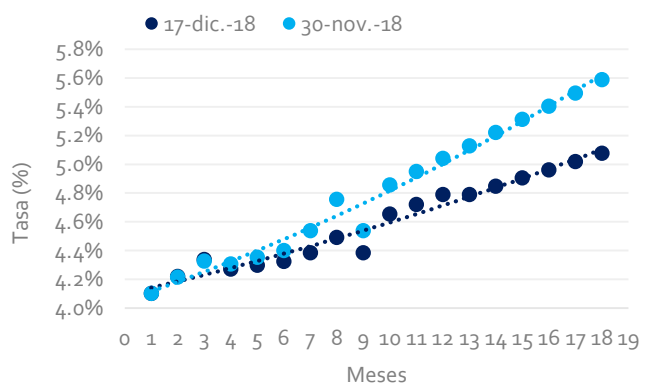
Cuando se examina la curva de tasas implícitas de los Swaps de IBR, se observa que se esperan cambios en la tasa de referencia del BanRep desde 1T19 (Gráfico III.7), en medio de un mercado atento a la Ley de Financiamiento y su efecto sobre el crecimiento económico, el nivel de precios de la economía y la calificación crediticia del país.

Gráfico III. 6. Inflaciones implícitas (curva TES cero cupón)



Fuente: Infovalmer, Cálculos Corficolombiana

Gráfico III.7. Curva de tasas implícitas de los Swaps IBR



Fuente: Bloomberg (TDCO), cálculos Corficolombiana

IV. Contexto externo y cambiario

Juliana Pinzón Tróchez

Analista Mercados Internacionales

+57 1 3538787 ext. 6107

juliana.pinzon@corficolombiana.com

Cristhian Alejandro Cruz Moreno

Analista de divisas y commodities

+57 1 3538787 ext. 6120

cristhian.cruz@corficolombiana.com

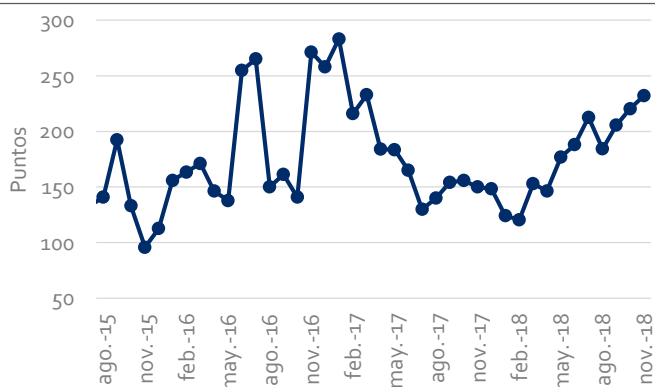
Las tensiones políticas en EEUU y Europa, junto con las menores perspectivas respecto al futuro de la economía a nivel mundial, han impactado negativamente los índices accionarios a nivel mundial

La incertidumbre respecto al futuro de la economía mundial, las mayores tensiones políticas en Europa, junto con datos macroeconómicos levemente negativos, fueron algunos de los factores más relevantes en el contexto externo durante los últimos tres meses. Bajo este contexto, el peso colombiano acumula una depreciación año corrido cercana al 7%, en medio de importantes episodios de volatilidad.

Desde la reunión de BanRep del 27 de septiembre, la significativa volatilidad que registraron los mercados financieros a nivel mundial ante las preocupaciones de una posible desaceleración de la economía global, la mayor incertidumbre política respecto al *Brexit*, la disputa del presupuesto de Italia, y un Gobierno dividido en EEUU, fueron algunos de los factores más relevantes durante los últimos tres meses (Gráfico IV.1).

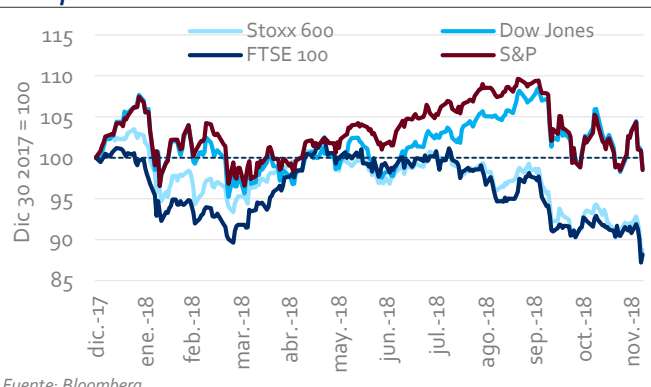
En EEUU, la moderación leve de las tensiones comerciales con China, luego de que el Presidente Donald Trump y el Presidente Xi Jinping lograran pactar una tregua comercial en la reunión del G-7, una Fed cada vez menos optimista respecto al futuro de la economía estadounidense, junto con la significativa desvalorización del precio del petróleo, fueron factores que elevaron la incertidumbre en los mercados, impactando negativamente los índices accionarios, los cuales tocaron mínimos de 14 meses. En Europa, la mayor incertidumbre política proveniente de las negociaciones del *Brexit* junto con la disputa entre la Comisión Europea e Italia frente al presupuesto para los próximos años, fueron factores que deterioraron la confianza empresarial significativamente, y de igual forma llevaron a desvalorizaciones de los principales índices accionarios europeos. En Japón, el Banco de Japón (BoJ) no realizó cambios en su política monetaria, mientras que en China los indicadores de actividad económica continuaron reflejando un deterioro pronunciado, elevando las preocupaciones respecto al futuro de la economía a nivel mundial.

Gráfico IV.1 Índice de incertidumbre política a nivel mundial



Fuente: Bloomberg

Gráfico IV.2 Índices bursátiles estadounidenses y europeos



Fuente: Bloomberg

En América Latina, Jair Bolsonaro –de la extrema derecha– ganó las elecciones presidenciales en Brasil el pasado 28 de octubre, en México la incertidumbre política continúa aumentando en la medida que el Presidente electo, Lopez Obrador, con el respaldo del Congreso, suspendió una de las obras de infraestructura más grandes en la historia de del país, mientras que en Argentina, la estabilidad de la tasa de cambio junto con las medidas implementadas por el Banco Central de Argentina (BCRA) llevaron a una leve moderación de la inflación, que de todas formas permanece en niveles superiores a 40%.

› **Contexto económico**

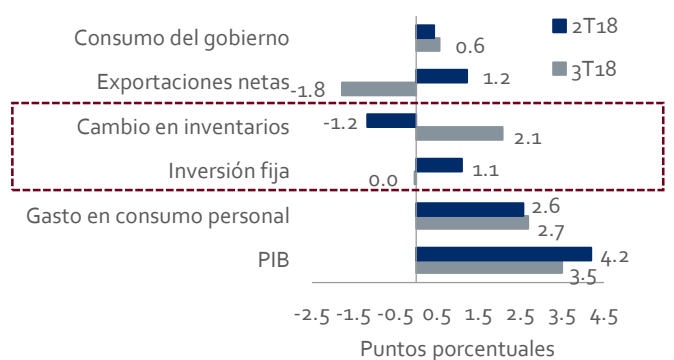
Los datos de la economía mundial conocidos en los últimos tres meses han sido mixtos, con un sesgo negativo, en línea con la moderación de la inflación en varios países, el deterioro en la actividad empresarial que ha llevado a retrasar planes de inversión de varias compañías, junto con un debilitamiento de algunos indicadores de confianza.

En **EEUU**, el impacto de la reforma tributaria impulsó positivamente el consumo de los hogares y llevó a la economía estadounidense a crecer 3.5% en 3T18 t/t anualizado, un ritmo positivo aunque inferior al 4.2% t/t anualizado de 2T18. Sin embargo, a pesar de que las empresas recibieron el recorte de impuestos más significativo durante los últimos 30 años, la inversión privada registró una contracción y sugiere una señal de alarma para la economía estadounidense (ver “Señales de agotamiento” en [Informe Semanal – Octubre 29 de 2018](#)) (Gráfico IV.3). Mientras tanto, la inflación se ha moderado levemente durante los últimos meses, luego de que la inflación núcleo PCE, una de las medidas preferidas por la Fed, tocara en noviembre mínimos de 8 meses.

En **Europa**, los datos de comercio exterior fueron decepcionantes, lo cual está relacionado con las mayores tensiones comerciales a nivel mundial. En este sentido, y teniendo en cuenta la gran apertura económica del continente, el impacto sobre los datos de actividad económica fue significativo durante el último semestre del año. Alemania fue una de las economías que mayor deterioro registró durante 3T18, conllevando a una desaceleración de la economía de la Eurozona. Por su parte, la debilidad que continúa exhibiendo la demanda interna no ha permitido que la inflación logre repuntar, y continúa oscilando alrededor del 2.0% (Gráfico IV.4).

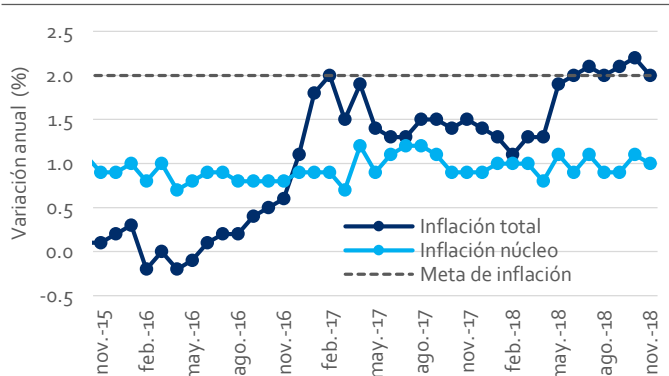
Los datos macroeconómicos han sido en general mixtos, con un sesgo negativo especialmente en EEUU, Europa y China

Gráfico IV.3 Contribuciones al crecimiento del PIB en EEUU



Fuente: BEA

Gráfico IV.4 Inflación de la Eurozona



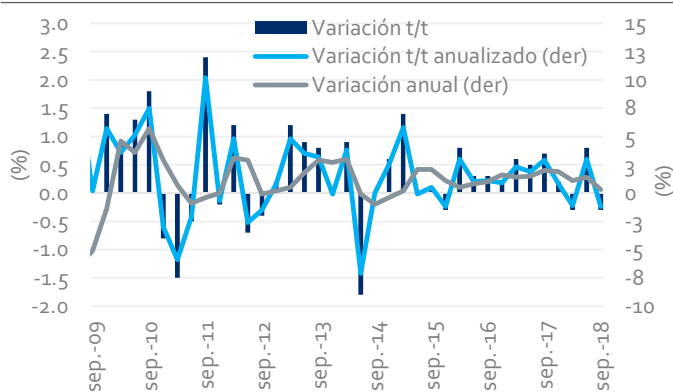
Fuente: Bloomberg

En el **Reino Unido** las bajas probabilidades de que el Gobierno logre aprobar un acuerdo del *Brexit*, antes de que se venza el plazo en marzo de 2019, ha deteriorado la confianza de los consumidores y de los inversionistas, impactando negativamente el sector comercial y manufacturero de la economía. Así mismo, los datos de actividad económica que publicados recientemente reflejan que el deterioro de la demanda interna podría continuar en 4T18.

En **Japón** los desastres naturales que ocurrieron en octubre, la menor inversión privada, junto con la debilidad que registró el consumo frente a las condiciones extremas del país, llevaron a que la economía se contrajera 1.2% t/t anualizado en 3T18 (Gráfico IV.5). Mientras tanto, la inflación se ha logrado recuperar y se aceleró durante los últimos meses, luego de que el repunte de los precios de los alimentos impulsara el índice, no obstante la inflación núcleo, que excluye de su cálculo los precios de los alimentos y de la energía, y es una de las medidas preferidas del BoJ, no ha logrado acelerarse y se mantiene en 1.0% a/a.

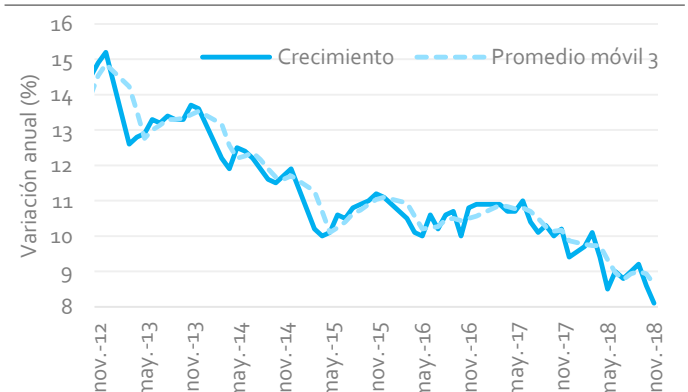
En **China**, si bien el Gobierno ha implementado varias medidas de estímulo monetario y fiscal con el objetivo de mitigar el impacto negativo de las tensiones comerciales con EEUU, el deterioro de algunos indicadores de actividad económica (tales como la producción industrial, las ventas al por menor, y el PMI manufacturero) durante el segundo semestre del año evidencia el efecto adverso de dichas medidas (Gráfico IV.6). Por lo tanto, creemos que la economía asiática y el riesgo de una desaceleración representan uno de los mayores riesgos para la economía global el próximo año.

Gráfico IV.5. PIB Japón



Fuente: Bloomberg

Gráfico IV.6. Ventas al por menor en China



Fuente: Bloomberg

Cuadro IV. 1 Decisiones recientes de los principales bancos centrales y hechos más relevantes en sus comunicados

Banco central	Última decisión	Tasa de interés	Cambios en el comunicado o proyecciones	Forward guidance
Reserva Federal (Fed)	Incremento de 25 pbs en su tasa de interés	2.25% - 2.50%	El FOMC menciona la necesidad de monitorear los acontecimientos económicos y financieros, y evaluar su implicación sobre las perspectivas de la economía. Así mismo, redujo levemente sus proyecciones de crecimiento e inflación para 2018 y 2019.	11 de los 17 miembros prevén dos incrementos en 2019, mientras que ahora solo 6 miembros estiman 3 incrementos de la tasa de interés el próximo año.
Banco Central Europeo (BCE)	Inalterada su tasa de interés, programa de compra de activos finaliza en diciembre	0%, 0.25% y -0.4%	Reducción de pronósticos de crecimiento e inflación para este y el próximo año, en línea con los riesgos al alza que refleja la economía de la Eurozona y la incertidumbre frente al contexto internacional actual	Se realizaría un incremento en las tasas de interés hasta el segundo semestre de 2019, y la política de reinversión de títulos se mantendría por un largo periodo
Banco de Japón (BoJ)	Inalterada su tasa de interés	-0.10%	Reducción de pronóstico de crecimiento e inflación para este año	Mantendrá las tasas de interés en niveles bajos por un largo periodo de tiempo
Banco de Inglaterra (BoE)	Inalterada su tasa de interés	0.75%	Sin cambios relevantes	Un mayor ajuste de tasas bajo el escenario de que el Gobierno apruebe el <i>Brexit</i>
Banco de Turquía (BCTR)	Inalterada su tasa de interés	24%	La creciente incertidumbre geopolítica y el debilitamiento de los flujos de capital hacia economías emergentes, continúan deteriorando las perspectivas económicas	La moderación de las expectativas de inflación brinda un mayor espacio al comité para mantener su tasa de interés inalterada
Banco Popular de China (PBoC)	Reducción de requerimiento de reservas en 100 pbs	14.5%	La política monetaria se mantiene prudente y neutral, mientras que las condiciones de liquidez permanecen estables	Tensiones comerciales con EEUU, junto con deterioro de actividad económica podrían llevar a recortes adicionales del RRR
Banco de Argentina (BCRA)	Cambio de tasa de interés de referencia de 60% por tasa LELIQ de 7 días	59.4%	En línea con la disminución de las expectativas de inflación para los próximos 12 meses, el BCRA removió la tasa de interés de referencia de 60%.	El BCRA continuará flexibilizando su política monetaria con cautela
Banco de México (Banxico)	Incremento de 25 pbs en su tasa de interés	8.00%	El deterioro en las perspectivas de inflación, junto con riesgos de corto plazo tales como las disputas comerciales, el deterioro fiscal, junto con el crecimiento de los salarios, influyeron en la decisión	Banxico monitoreará las expectativas de inflación de mediano plazo, y realizará ajustes en su tasa de interés si fuera necesario anclar dichas expectativas
Banco de Brasil (BCRB)	Inalterada su tasa de interés	6.50%	Contexto externo es desafiante, la normalización de la política monetaria de economías desarrolladas podría continuar impactando negativamente las economías emergentes, y tener un efecto sobre la inflación.	<i>Forward guidance</i> ya no señala posibles incrementos de tasas en las próximas reuniones
Banco de Perú (BCRP)	Inalterada su tasa de interés	2.75%	Algunos riesgos latentes para la economía incluyen el deterioro en el contexto internacional ante las mayores tensiones comerciales	Mantener política monetaria expansiva hasta que se asegure la convergencia de la inflación hacia el rango meta
Banco de Chile (BCC)	Incremento de 25 pbs en su tasa de interés	2.75%	Crecimiento de la economía continúa acelerándose junto con la inflación	En los próximos meses iniciaría incrementos graduales de tasa de interés

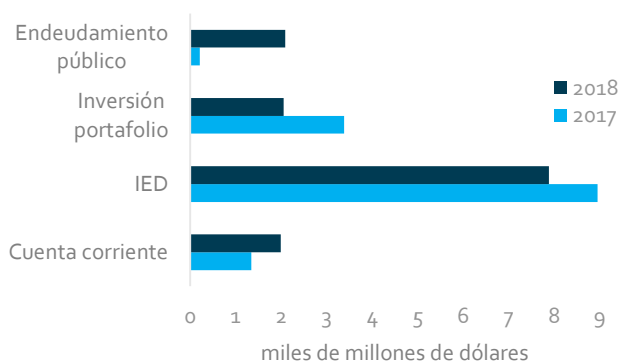
› *Tasa de cambio y materias primas*

La evolución reciente del dólar en el mercado local, señala una depreciación año corrido del peso cercana al 7%. Esta condición ha sido ampliamente explicada por un fortalecimiento generalizado del dólar a nivel mundial y una corrección bajista en el precio del crudo durante los últimos dos meses, como consecuencia de las proyecciones menos optimistas de demanda por hidrocarburos en el corto plazo. En efecto, el mercado cambiario colombiano no ha estado exento del impacto que genera en los mercados un endurecimiento de las condiciones monetarias en la mayoría de economías desarrolladas, aunque con especial relevancia en los EEUU, lo que implica una redirecciónamiento de flujos hacia estos mercados debido a los atractivos retornos con menor riesgo. Así mismo, la depreciación del peso colombiano ha estado acompañada de importantes choques de volatilidad como consecuencia de un mayor nivel de aversión al riesgo ante la exposición de vulnerabilidades, tanto fiscales como externas, en algunas economías emergentes. En ese orden de ideas, las volatilidades causadas del tipo de cambio se ubican actualmente en niveles superiores al 12%, cuando en varios momentos del año bajaron de 10%, mientras que la tasa de cambio ya se ubica recurrentemente por encima de 3,100 pesos por dólar.

Como previamente mencionamos, a nivel global el dólar se ha visto favorecido por la buena marcha de los fundamentales económicos en EEUU, así como por una mayor percepción de riesgo a nivel internacional, lo que alimenta el redirecciónamiento de flujos desde activos emergentes hacia aquellos considerados seguros –como el dólar–. Así pues, los estímulos fiscales que ha otorgado la administración Trump, han generado una evolución favorable de la economía de EEUU –crecimiento de 3.5% trimestre anualizado en 3T18– y han fortalecido el dólar en la medida que estimula redirecciónamiento de capitales ante las mejoradas condiciones de inversión, o también por los rendimientos atractivos de la renta fija local como consecuencia del aumento de tipos por parte de la Fed. En efecto, el sólido crecimiento de este país justificó el aumento de tipos por parte de la autoridad monetaria en cuatro oportunidades este año, ubicando el referencial en un rango entre 2.25% y 2.5%. Por lo anterior, la mayoría de monedas a nivel mundial han visto depreciaciones frente a la divisa estadounidense, no obstante, que los niveles de volatilidad se han visto exacerbados en mercados emergentes, en general, y en economías con débiles fundamentales macroeconómicos como Turquía y Argentina, en particular (ver “Desafíos emergentes” en [Informe Semanal – Diciembre 10 de 2018](#)).

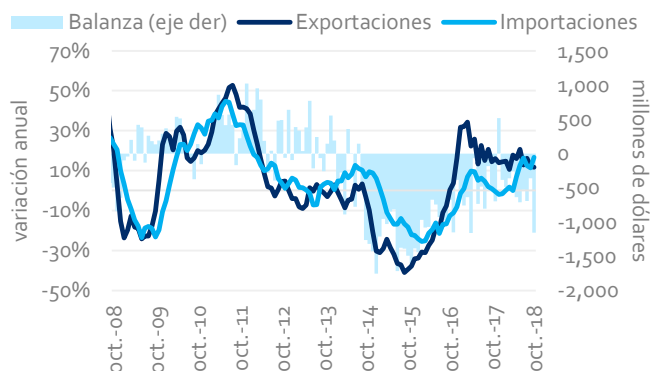
La reciente corrección en el precio del petróleo hacia niveles de 60 dólares por barril (dpb), en el caso de la referencia Brent, confirma nuestra posición respecto a que los niveles por encima de 80 dpb que se vieron algunos meses atrás, no eran consistentes con los fundamentales del mercado y que reflejaban la alta incertidumbre que tenían algunos agentes respecto a un eventual choque de oferta proveniente de Irán. En efecto, una vez conocido el verdadero alcance de las sanciones reimpuestas a aquel país árabe, por parte de EEUU, el precio del petróleo empezó a experimentar una caída libre en la medida que la expectativa de una menor oferta mundial de crudo no se materializó.

Gráfico IV.7. Balanza cambiaria



Fuente: BanRep.

Gráfico IV.8. Balanza comercial (promedio móvil tres meses)



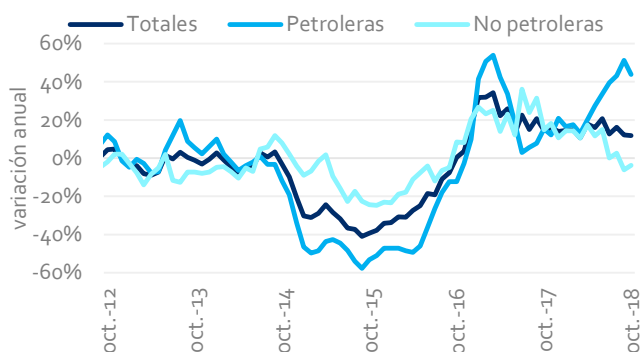
Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana

Así mismo, una sólida acumulación de inventarios de crudo en EEUU y una expectativa de moderación en el crecimiento de la economía mundial durante los próximos meses, con especial énfasis en China, que significaría una reducción en la demanda por materias primas, ha profundizado la caída y ha hecho que las medidas de recorte en el suministro mundial de crudo anunciadas por la OPEP –más un grupo externo de 10 países, incluido Rusia– hayan sido inocuas, por el momento.

Por otro lado, BanRep reveló que, durante los primeros nueve meses del año, la cuenta corriente de la balanza de pagos del país registró un déficit de 9,019 millones de dólares, superior en 170 millones frente al mismo periodo de 2017 cuando se ubicó en 8,850 millones. En ese orden de ideas, el déficit acumulado durante enero-septiembre fue de 3.6% del PIB, menor en 0.3 puntos porcentuales (p.p.) frente al acumulado al 3T17, como resultado, en términos relativos, del crecimiento nominal del PIB en pesos y a la revaluación del tipo de cambio, dado que el promedio durante los primeros nueve meses de 2018 fue de 2,887 pesos por dólar, mientras que en 2017 fue de 2,940 pesos por dólar. Así mismo, el superávit en la cuenta de capitales se ubicó en 8,800 millones de dólares durante los primeros nueve meses del año –3.5% del PIB–, lo que implica una reducción de 0.1 p.p. frente al mismo periodo de 2017.

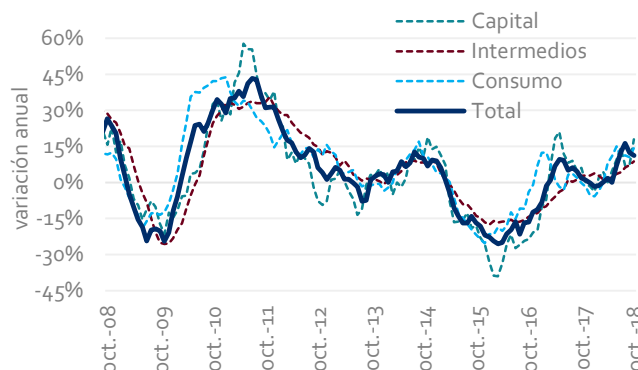
El informe de Balanza Cambiaria, que prepara BanRep, revela que con corte al 30 de noviembre las Reservas Internacionales Brutas tuvieron un aumento de 124 millones de dólares durante lo corrido del año. Esta variación es explicada mediante ingresos de divisas por 1,991 millones de dólares en la cuenta corriente, aunque compensado por movimientos netos de capital de 1,867 millones de dólares. Por rubros, se destaca la dinámica positiva de la Inversión Extranjera Directa (IED) con destino a actividades de petróleo y minería, la cual tuvo un incremento de 896 millones de dólares frente al mismo periodo del año pasado (5,966 millones de dólares en 2018 vs. 5,070 millones de dólares en 2017).

Gráfico IV.9 Exportaciones (promedio móvil tres meses)



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico VI.10 Importaciones (promedio móvil tres meses)



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana

La Inversión de Portafolio exhibió una menor dinámica en el acumulado del año (entradas por 2,053 millones de dólares) frente al mismo periodo de 2017 (ingresos por 3,381 millones de dólares), lo que supone egresos netos entre los dos periodos por 1,328 millones de dólares (Gráfico 4.VII).

El déficit comercial para los primeros diez meses del año se ubicó en 5,582 millones de dólares FOB (Gráfica 4.VIII), cifra inferior en 5% cuando se le compara frente al mismo periodo de 2017 (5,909 millones de dólares FOB). Esta corrección es explicada, en general, por un aumento interanual (a/a) de 21% en las ventas externas de bienes tradicionales y, en particular, por el repunte en el precio del crudo exportado por el país, que en promedio pasó de 53 dpb en 2017 a 71 dpb en 2018, generando que las exportaciones de petróleo y sus derivados crecieran 31.7% a/a. A pesar de la devaluación que ha experimentado el tipo de cambio durante los últimos meses, en octubre vimos una importante ampliación del déficit comercial como consecuencia de un repunte en las importaciones, particularmente del grupo de manufacturas que tuvieron una variación positiva del 33.8% a/a.

Las exportaciones totales en octubre fueron de 3,787 millones de dólares FOB, con un crecimiento de 15.8% a/a, con lo cual el promedio móvil tres meses varió positivamente 11.7% a/a (Gráfica IV.9). De esta manera, durante los primeros siete meses del año, las exportaciones colombianas llegaron a 35,106 millones de dólares FOB registrando un crecimiento de 14% a/a. Por su parte, las importaciones se ubicaron en 5,166 millones de dólares CIF para el mes de octubre, lo que representó un aumento de 31.1% frente al mismo mes del año anterior cuando se ubicaron en 3,940 millones de dólares CIF, de manera que en el acumulado año fue de 42,572 millones de dólares CIF (Gráfica IV.10). Respecto a la variación anual, las compras externas de bienes de capital contribuyeron con 13.3 p.p., bienes intermedios con destino a actividades industriales lo hicieron con 8.4 p.p., bienes de consumo con 6.3 p.p. y otros bienes intermedios con 3.1 p.p.

V. Expectativas

Julio César Romero

Economista Jefe

3538787 Ext. 6105

julio.romero@corficolombiana.com

Maria Paula Contreras

Especialista Economía Local

3538787 Ext. 6164

maria.contreras@corficolombiana.com

En la última reunión del año, esperamos que BanRep mantenga inalterada la tasa de intervención en 4.25%, como lo ha venido haciendo desde abril. Nuestra expectativa se encuentra en línea con lo esperado por los demás analistas del mercado, y con la estabilidad que ha mantenido la inflación total alrededor de 3.2% a/a en 2018. En efecto, luego del desvanecimiento del choque generado por la reforma tributaria y la Ley de licores aprobadas a finales de 2016, la inflación anual descendió con fuerza en los primeros meses del año, pasando de 4.09% a/a al cierre de 2017 a 3.14% en marzo, su nivel más bajo desde septiembre de 2014.

De esta forma, la inflación se ha mantenido bajo control a lo largo de 2018 y no ha generado presiones sobre las decisiones de política monetaria. En efecto, en noviembre la inflación anual continuó su convergencia hacia la meta de BanRep y se ubicó en 3.27%, impulsada principalmente por un ajuste a la baja en los precios de los bienes y servicios transables, rubro que sigue sin reflejar la devaluación del peso de los últimos tres meses. Lo anterior, sumado a la persistente desaceleración en la inflación de los bienes y servicios no transables, ha provocado un descenso importante en las diferentes medidas de inflación básica, cuyo promedio pasó de 4.71% a/a en diciembre de 2017 a 3.26% a/a en noviembre. 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 que todavía se mantiene débil.

En diciembre, esperamos que la estabilidad en el nivel general de precios continúe. En particular, estimamos que el próximo mes el IPC presentaría una variación de 0.38% m/m, similar a la registrada en diciembre del año anterior, aunque levemente por encima de la expectativa promedio del mercado según la última encuesta de expectativas de BanRep (0.33% m/m). Así, la inflación anual cerraría el año alrededor de 3.3% a/a, cerca de 1 p.p. por debajo de la inflación de cierre de 2017 (4.1% a/a) y en línea con la expectativa que mantuvimos durante todo este año (ver “Bajo control” en [Informe de Inflación – Diciembre 18 de 2018](#)).

Cuadro V.1. Proyecciones de Inflación (%)

		Total	Sin Alimentos
Diciembre 2018 mensual	Corficolombiana	0.38	0.34
	Encuesta BanRep	0.33	0.30
Diciembre 2018 anual	Corficolombiana	3.27	3.57
	Encuesta BanRep	3.21	3.53

Fuente: Banco de la República. Cálculos Corficolombiana

En términos de crecimiento, los resultados del PIB en 3T18 sugieren una moderación en el proceso de recuperación de la actividad económica. No obstante, la información

disponible en lo corrido de 4T18 señala que dicha recuperación continuaría, impulsada principalmente por el esperado repunte en la inversión fija (Ver “Actividad Económica” en este informe). De esta forma, la actividad económica volvería a acelerarse en la última parte del año, llevando a un crecimiento de 2.7%-2.8% en 2018. No obstante, consideramos que el fuerte deterioro que ha presentado la confianza del consumidor en los últimos meses, asociada a la incertidumbre generada alrededor de la Ley de Financiamiento, genera un sesgo a la baja sobre el crecimiento y es un factor que la Junta de BanRep deberá tener en cuenta para definir la hoja de ruta de la política monetaria en los próximos meses.

En efecto, en 2019 creemos que BanRep se enfrentará a una clara disyuntiva, en la medida en que la economía enfrentaría algunas presiones al alza sobre la inflación – asociadas a choques de oferta– que la acercaría al límite superior del rango meta, en un momento en el cual la actividad económica seguiría con un crecimiento débil y por debajo de su potencial. En medio de este complejo escenario, ratificamos nuestra expectativa de que la tasa de intervención se mantendrá en 4.25% 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.

Equipo de investigaciones económicas

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. 6163

ana.vera@corficolombiana.com

Maria Paula Contreras

Especialista Economía Local

(+57-1) 3538787 Ext. 6164

maria.contreras@corficolombiana.com

Cristhian Alejandro Cruz Moreno

Analista Cambiario y Sectorial

(+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

Gerente 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

Roberto Carlos Paniagua

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6193

roberto.paniagua@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

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

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

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

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

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

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

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

CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA

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

INFORMACIÓN DE INTERÉS

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

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

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

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

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

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