

## MONITOR DEL BANQUERO CENTRAL

### NEUTRO EN ENERO

#### › ACTIVIDAD ECONÓMICA (PAG.4)

La información disponible para 4T18 continúa evidenciando el proceso de recuperación gradual de la actividad económica. No obstante, algunos analistas se muestran menos optimistas y recientemente han revisado a la baja sus expectativas de crecimiento.

#### › VARIABLES CREDITICIAS Y MONETARIAS (PAG.11)

Este inicio de año está incorporando las necesidades de recursos de empresas por el primer vencimiento del pago de impuestos de grandes contribuyentes y la declaración mensual de retención en la fuente desde el próximo 8 de febrero. La cartera crediticia continúa su proceso de recuperación, impulsado por una aceleración en la modalidad de consumo sumada a un comportamiento menos negativo de la colocación comercial.

#### › MERCADO FINANCIERO (PAG.14)

Las perspectivas de crecimiento podrían verse acotadas por los riesgos relacionados con el ámbito fiscal. En particular, consideramos que es importante monitorear la estrategia de fondeo del Ministerio de Hacienda, pues un fuerte recorte de gasto perjudicaría el crecimiento económico y un mayor endeudamiento externo aumentaría la vulnerabilidad del país ante choques externos.

#### › CONTEXTO EXTERNO Y CAMBIARIO (PAG.17)

La incertidumbre respecto al futuro de la economía a nivel mundial, las mayores tensiones políticas en EEUU y Europa, junto con datos macroeconómicos levemente negativos, fueron algunos de los factores más relevantes en el contexto externo durante este último mes. Bajo este contexto, el peso colombiano acumula una apreciación año corrido cercana al 3%, junto a menores episodios de volatilidad en comparación al último trimestre del 2018.

#### › EXPECTATIVAS (PAG.23)

No esperamos ningún movimiento en materia de tasas de interés en la próxima reunión de BanRep.

## Resumen

---

La nueva información disponible desde la última reunión de BanRep en diciembre, apunta a que **la autoridad monetaria mantendrá inalterada su tasa de interés de intervención en 4.25% en su reunión de mañana**. Dentro del balance de factores que deberá tener en cuenta la Junta para tomar su decisión de política monetaria, consideramos que el comportamiento de la inflación dejará de ser una preocupación importante, mientras que el desempeño del PIB comenzará a tomar una mayor relevancia.

En efecto, la rápida convergencia de la inflación hacia el rango meta y el comportamiento estable que mantuvo durante todo 2018, junto con la corrección que han mostrado las expectativas de inflación para 2019 luego de la sanción presidencial de la Ley de Financiamiento –que resultó ser muy diferente a lo planteado inicialmente–, sugieren que la inflación, aunque iniciaría una tendencia al alza, se mantendría bajo control a lo largo del año y no generaría presiones para el movimiento de tasas.

En términos de crecimiento, los indicadores disponibles para 4T18 sugieren que el proceso de recuperación de la economía continuaría a un ritmo lento, impulsado por un desempeño estable del consumo privado y un repunte de la inversión en actividades distintas a la construcción. No obstante, persiste la incertidumbre sobre la velocidad de dicha recuperación en 2019 debido al rezago que puedan mantener algunos sectores productivos. En esta línea, nuestras estimaciones sugieren que la economía continuaría creciendo por debajo de su potencial.













Las perspectivas de crecimiento podrían verse acotadas por los riesgos relacionados con el ámbito fiscal. En particular, consideramos que es importante monitorear la estrategia de fondeo del Ministerio de Hacienda, pues un fuerte recorte de gasto perjudicaría el crecimiento económico y un mayor endeudamiento externo aumentaría la vulnerabilidad del país ante choques externos.

Entre tanto, la cartera de créditos presentó una leve recuperación en línea con las mejores perspectivas económicas, en medio de la transmisión incompleta de la reducción en la tasa de BanRep sobre las tasas de colocación, en particular, en los créditos de consumo y vivienda. Este inicio de año está incorporando las necesidades de recursos de empresas por el primer vencimiento del pago de impuestos de grandes contribuyentes y la declaración mensual de retención en la fuente desde el próximo 8 de febrero.

A nivel internacional, la incertidumbre política en EEUU y el Reino Unido, tras el cierre parcial del Gobierno federal estadounidense y las negociaciones en curso del Brexit, junto con la debilidad económica que continuó exhibiendo China y la Eurozona, y el deterioro de las perspectivas de la economía mundial de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), fueron algunos de los factores más relevantes para los mercados financieros durante el último mes. A pesar de lo anterior, las moderaciones de las tensiones comerciales entre EEUU y China, junto con resultados corporativos

positivos de 4T18, impulsaron los índices accionarios a nivel mundial, liderados por el S&P 500. Por otro lado, en los últimos meses el peso colombiano no fue ajeno a la menor fortaleza relativa del dólar como resultado de menores expectativas de crecimiento en ese país, así mismo la protección que ofrece el precio del crudo aumentó con la reciente recuperación en su precio. Consideramos que por el lado cambiario no hay marcadas presiones que pudieran alterar el curso de la política monetaria del país y con ello motivar decisiones de tipos por parte de la junta del Banco de la República en su siguiente reunión.

**Tabla 1. Señal que dan las variables analizadas para la decisión de política monetaria enero 2019**

	Relevancia
<b>Mantener inalterada</b>	
Inflación dentro del rango meta	
Anclaje de expectativas de inflación 2019	
Incertidumbre fiscal y tributaria	
Condiciones de liquidez	
Recuperación moderada de la actividad económica	
Deterioro en las expectativas de crecimiento económico mundial	
Menores expectativas de incrementos de la Fed	
Mejora en términos de intercambio	
Mejor posición externa	
Recuperación de la cartera consumo y comercial	
<b>Subir la tasa de interés de intervención</b>	
Riesgos al alza en la inflación de alimentos	
Pass-through sobre inflación de transables	

Fuente: Corficolombiana

## Actividad económica

---

**María Paula Contreras**

Especialista Economía Local

3538787 Ext. 6164

[maria.contreras@corficolombiana.com](mailto:maria.contreras@corficolombiana.com)

*A pesar del desempeño de los indicadores líderes en 4T18, algunos analistas se muestran menos optimistas en torno al crecimiento de la economía.*

A pesar de que la información disponible en lo corrido de 4T18 continúa evidenciando el proceso de recuperación gradual de la actividad económica, algunos analistas parecen mostrarse menos optimistas y recientemente han revisado a la baja sus expectativas de crecimiento para 2018 y 2019. En efecto, de acuerdo con los resultados más recientes de la Encuesta de Opinión Financiera de Fedesarrollo, la expectativa de crecimiento para 2018 se redujo levemente de un promedio de 2.7% a/a<sup>1</sup> a 2.6%.

Asimismo, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó la semana pasada la actualización de sus proyecciones de crecimiento para América Latina y el Caribe, reduciendo las perspectivas de la región para 2019 desde 1.3% a 1.1%, debido a un deterioro en el panorama de México y una recesión más fuerte de lo previsto en Venezuela. En el caso de Colombia, la organización revisó a la baja sus proyecciones tanto para 2018 como 2019 a 2.6% y 3.3%, respectivamente (antes 2.8% y 3.6%).

La evolución de los indicadores líderes sugiere que la economía local podría continuar exhibiendo un comportamiento sólido al cierre de 2018, impulsado por un desempeño estable del consumo privado y un repunte de la inversión en actividades distintas a la construcción.

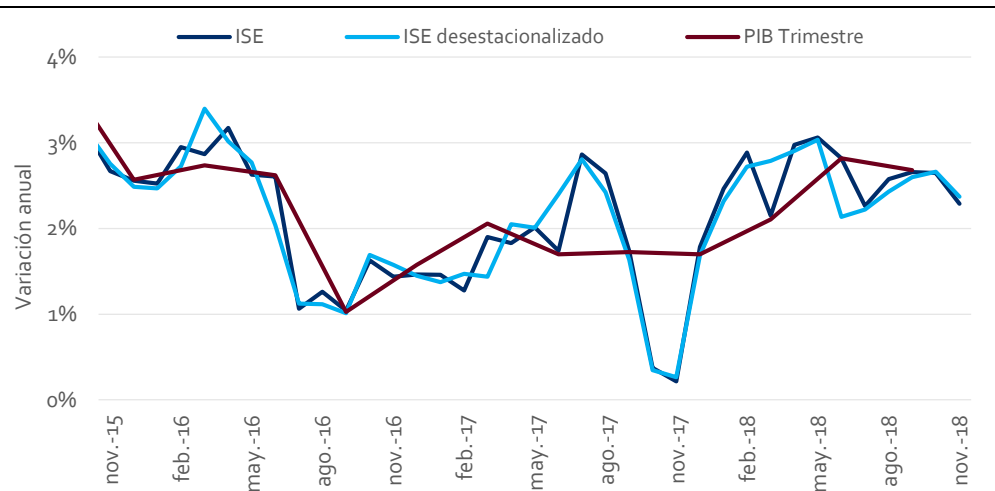
### › *Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE)*

Como se verá en detalle más adelante, a pesar de que algunas ramas de actividad económica han exhibido un comportamiento muy favorable en lo corrido de 4T18, el ISE registró una leve desaceleración en noviembre, sugiriendo que el crecimiento a nivel sectorial estaría siendo heterogéneo y que algunos sectores podrían mantenerse rezagados.

El ISE registró una variación de 2.2% en su serie original, 0.1 p.p. por debajo del 2.3% reportado el mes anterior. Al eliminar el efecto estacional y corregir por días calendario, el ISE presentó una desaceleración más pronunciada, al pasar de un crecimiento de 2.6% en octubre a 2.2% en noviembre. Con este resultado, el crecimiento del ISE desestacionalizado en el período septiembre – noviembre fue de 2.4%, ligeramente inferior al registrado en 3T18 (2.6%), con lo que no hay aún señales claras de un repunte de la actividad económica en 4T18 (Gráfico I.1.).

---

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

**Gráfico I.1. PIB vs. Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) (trimestre móvil)**


Fuente: Dane. Cálculos Corficolombiana.

### › Consumo de los hogares

*Algunos indicadores relacionados con el consumo privado sugieren que este seguiría siendo el principal motor de crecimiento en 4T18.*

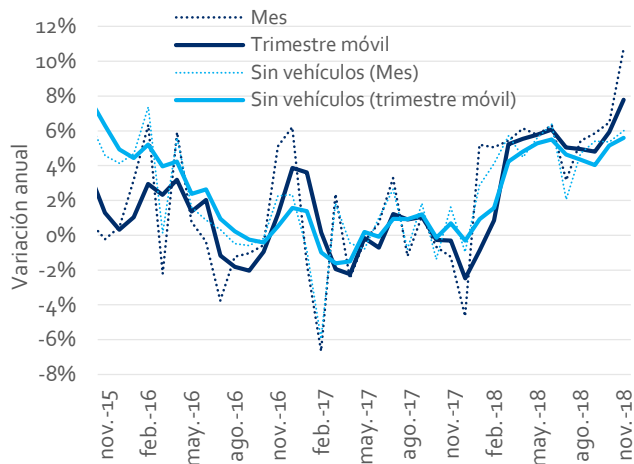
Los indicadores disponibles para lo corrido de 4T18 presentan resultados mixtos. Si bien, algunas medidas como las ventas al por menor sugieren un fortalecimiento del consumo privado, otras como la confianza del consumidor y el gasto real de los hogares apuntan a una moderación en el último mes del año y 1T19.

Las **ventas al por menor** exhibieron un desempeño excepcional en noviembre de 2018 y alcanzó su registro más alto en los últimos 4 años, al crecer 10.8%, acelerándose frente al 6.5% registrado en octubre y recuperándose notablemente frente a la caída de 1.2% observada en noviembre del 2017. Este comportamiento estuvo explicado principalmente por el dinamismo de las ventas de vehículos, las cuales crecieron 43%, favorecidas por la realización en ese mes del Salón Internacional del Automóvil en Bogotá. No obstante, cabe resaltar igualmente que las ventas sin vehículos crecieron 6.0%, acelerándose frente a lo reportado en octubre (5.4%).

Con este resultado, las ventas minoristas presentaron un crecimiento de 8.7% en el bimestre octubre – noviembre, significativamente superior al de 4.8% reportado en 3T18. Lo anterior, sugiere que el consumo de los hogares continuaría siendo el principal motor de la economía en 4T18 (Gráfico I.2.).

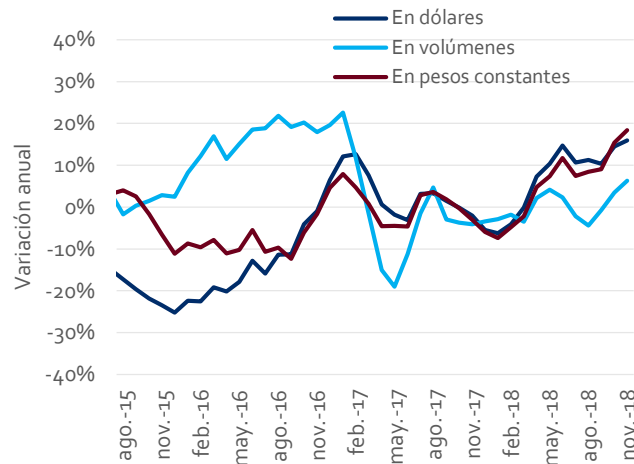
De forma similar, las importaciones de bienes de consumo continuaron registrando un buen desempeño en noviembre al crecer a tasas de dos dígitos por segundo mes consecutivo, tanto en dólares como en pesos constantes. De esta forma, las compras externas de bienes de consumo presentaron un crecimiento promedio de 20% en dólares y 23% en términos reales en el bimestre octubre - noviembre, resultados significativamente superiores a lo observado en 3T18 en ambos casos (6.6% y 8.3%, respectivamente) (Gráfico I.3.).

**Gráfico I.2. Ventas al por menor**



Fuente: Dane

**Gráfico I.3. Importaciones de bienes de consumo\***



Fuente: Dane. \*Trimestre móvil.

Lo anterior, debido a un comportamiento sobresaliente de las importaciones de bienes duraderos, las cuales registraron un crecimiento superior al 30% en dicho período (en dólares, volúmenes y términos reales), reflejando un fortalecimiento de la demanda interna en 4T18.

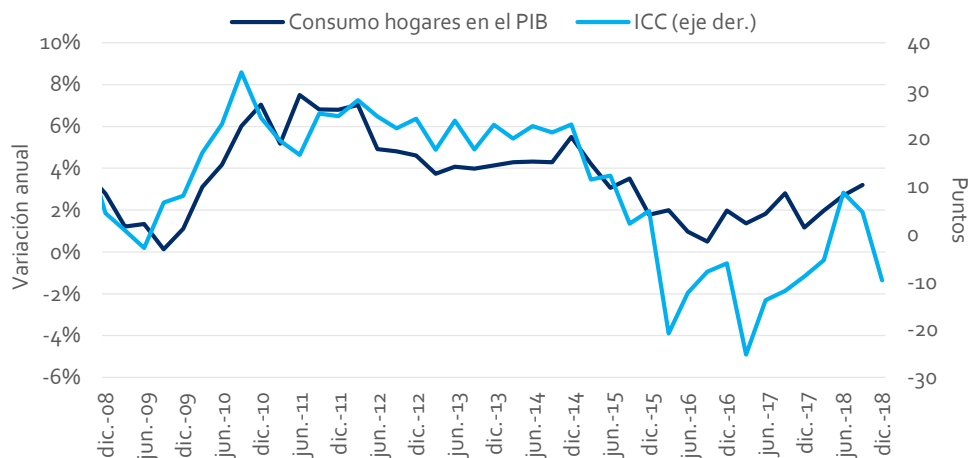
*No obstante, los indicadores disponibles para diciembre indican una moderación en el crecimiento del consumo.*

Pese a lo señalado, algunos indicadores líderes sugieren que el consumo privado podría moderar su crecimiento en el último mes de 2018 (Gráfico I.4.). En efecto, aunque tras la sanción presidencial de la Ley de Financiamiento y la disipación de la incertidumbre generada a su alrededor, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) presentó una corrección importante al ubicarse en -8.3 puntos en diciembre, recuperándose de forma notable frente al registro de -19.6 puntos en noviembre –el más bajo desde marzo de 2017–; la confianza del consumidor se mantuvo en terreno negativo, completando así cuatro meses consecutivos con balances desfavorables.

Por su parte, de acuerdo con las cifras de Raddar, el gasto de los hogares habría moderado levemente su dinámica en el mes de diciembre, al registrar un crecimiento de 2.5% frente al 2.9% reportado en noviembre. No obstante, este indicador se mantiene en niveles muy superiores a los evidenciados en 2017.

Asimismo, el persistente deterioro de los principales indicadores del mercado laboral podría mantenerse como un limitante para el dinamismo del consumo en los próximos meses. En particular, cabe resaltar el incremento que ha presentado la tasa de desempleo en los últimos meses, cuyo promedio a nivel nacional pasó de 9.4% entre enero y noviembre de 2017 a 9.7% en el mismo periodo de 2018.

**Gráfico I.4. Consumo de los hogares vs. Índice de Confianza del Consumidor (ICC)**



Fuente: Dane. Cálculos Corficolombiana.

### › Inversión fija

Los indicadores relacionados con el desempeño de la inversión fija arrojan resultados mixtos. Por un lado, la producción de cemento continuó evidenciando una tendencia de recuperación, mientras que la producción de concreto presentó un nuevo retroceso, lo que no permite obtener conclusiones precisas sobre la inversión en construcción. Por su parte, los indicadores relacionados con la inversión en otras actividades sugieren un que esta cerraría 2018 con resultados favorables.

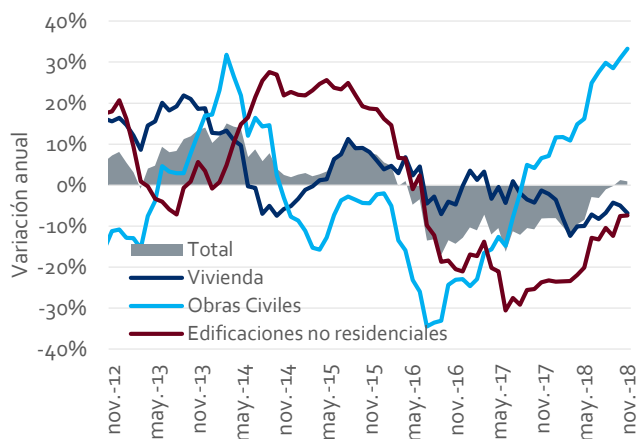
El crecimiento de la producción de concreto regresó a terreno negativo en noviembre, indicando un posible retroceso en el proceso de recuperación de la inversión en construcción. Luego de haber registrado una variación de +4.1% en octubre, este indicador presentó una caída de 1.1% en noviembre de 2018, explicada por una desaceleración en la producción de concreto destinado a obras civiles y una nueva caída en la producción de concreto destinado a edificaciones no residenciales, la cual completó 29 meses consecutivos de contracciones. A pesar de lo anterior, la producción de concreto presentó un crecimiento de 0.9% en el trimestre septiembre – noviembre, manteniéndose por encima de lo registrado en 3T18 (-0.3%) (Gráfico I.5.).

En contraste, la producción y los despachos de cemento gris continuaron su senda de recuperación, completando cuatro meses consecutivos con resultados positivos (Gráfico I.6.). En noviembre, estos indicadores registraron crecimientos de 6.3% y 4.2% respectivamente, significativamente superiores a las variaciones reportadas en el mismo mes de 2017 (2.0% y 0.4%).

Por su parte, la recuperación de la inversión fija diferente a construcción continuaría, a juzgar por la dinámica reciente de las importaciones de bienes de capital. En efecto, las compras externas de bienes de capital para la industria registraron crecimientos promedio de 17% en dólares y pesos constantes, y de 22% en volúmenes en el bimestre

*De acuerdo con la información disponible, la inversión fija diferente a construcción exhibiría el repunte esperado en 4T18.*

**Gráfico I.5. Producción de concreto según destino (trimestre móvil)**



Fuente: Dane

**Gráfico I.6. Producción y despachos de cemento gris (trimestre móvil)**



Fuente: Dane

octubre - noviembre, resultados superiores en todos los casos a lo observado en 3T18. Asimismo, las importaciones de bienes de capital para equipo de transporte mantuvieron un desempeño muy favorable al registrar crecimientos cercanos al 35% en el mismo periodo, tanto en dólares como en términos reales.

Adicionalmente, cabe destacar la recuperación que han mostrado las expectativas de inversión en maquinaria y equipo reportadas en la Encuesta Mensual de Expectativas Económicas (EMEE) de BanRep, las cuales completaron cuatro meses consecutivos de balances positivos, impulsadas por unas mayores perspectivas de inversión en los sectores de industria y comercio.

› **Sectores**

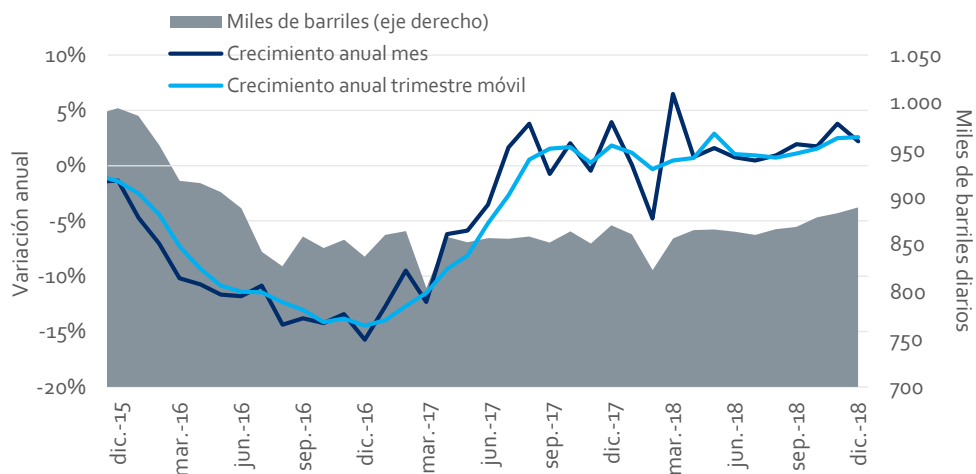
Los indicadores relacionados con el comportamiento sectorial señalan que la minería y la industria podrían acelerar su crecimiento en 4T18, mientras que la agricultura mantendría un tímido desempeño.

De acuerdo con la dinámica de la producción de petróleo a nivel local, el sector minero energético podría continuar con el proceso de recuperación registrado en 3T18. En efecto, en diciembre se produjeron 889 mil barriles de crudo por día –el mayor nivel desde mayo de 2016– lo que representó un incremento de 2.2% frente a la producción reportada el mismo mes de 2017 (870 mil barriles por día). Con este resultado, el crecimiento consolidado de la producción petrolera en 4T18 fue de 2.6%, notablemente superior al 1.1% observado en 3T18 (Gráfico I.7).

De forma similar, el sector industrial podría mantenerse como uno de los más dinámicos al cierre de 2018. La producción industrial registró un crecimiento de 4.7% en noviembre, desacelerándose levemente frente a lo reportado en octubre (5.7%) pero manteniéndose en niveles muy superiores a los observados durante el primer semestre de 2018 (2.6% en promedio). El dinamismo del sector manufacturero en noviembre

*A nivel sectorial, la minería y la industria mantendrán un comportamiento dinámico al cierre de 2018.*



**Gráfico I.7. Producción de petróleo**


Fuente: MinMinas

respondió principalmente al buen desempeño de 25 de las 39 actividades industriales, dentro de las cuales se destacan la fabricación de carrocerías y partes para vehículos, productos de caucho, papel y cartón y la refinación de petróleo. En particular, esta última rama presentó una aceleración notable al crecer 11.6%, frente al 2.8% registrado en octubre, siendo el principal contribuyente a la variación de la producción industrial total en noviembre.

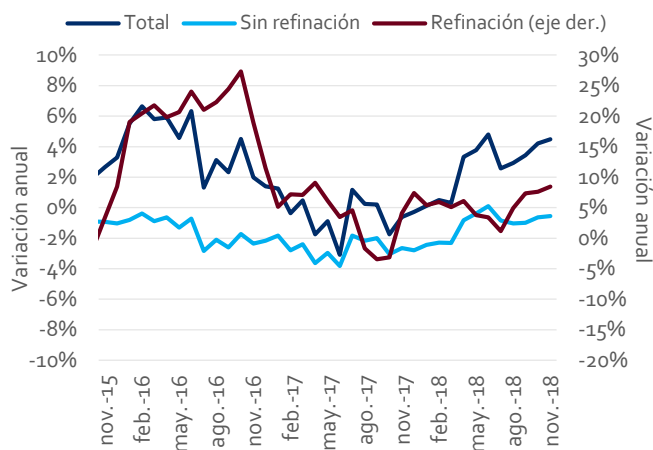
Así, la producción industrial registró un crecimiento de 5.3% en el bimestre octubre – noviembre, notablemente por encima del 3.4% registrado en 3T18, lo que indica que el sector industrial podría presentar un mejor desempeño en 4T18 (Gráfico I.8.). No obstante, la evolución del Índice de Confianza Industrial (ICI) no muestra señales concluyentes sobre el comportamiento de la actividad industrial en 1T19, pues si bien en diciembre se ubicó en -1.1 puntos, interrumpiendo la tendencia descendente evidenciada desde septiembre, completó dos meses consecutivos con balances negativos (Gráfico I.9.).

En contraste, la evolución reciente de la producción de café sugiere que el sector agrícola mantendría un débil desempeño. En efecto, la producción del grano presentó una importante contracción en diciembre (-17.2%), más pronunciada que la registrada en noviembre (-0.3%), y en contraste con el crecimiento de 18% reportado en diciembre de 2017. De esta forma, la producción de café presentó una caída de 6.6% en 4T18, moderando la contracción observada en 3T18, pero completando dos trimestres de resultados negativos.

### › Inflación

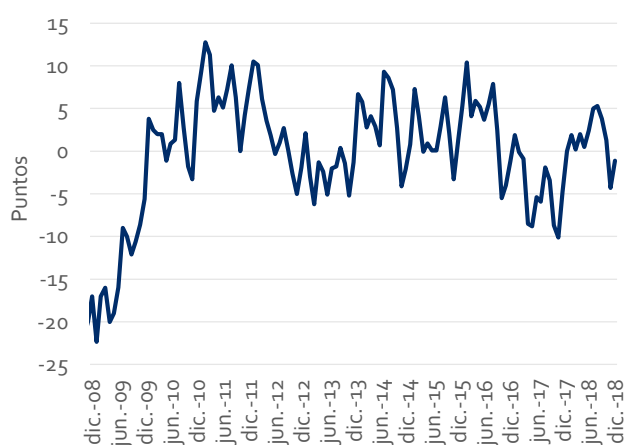
El 2018 fue un año positivo en términos de inflación, la cual se mantuvo estable dentro del rango meta durante todo el año y convergió a un nivel muy cercano a la meta puntual de BanRep. En particular, en diciembre el Índice de Precios al Consumidor (IPC) presentó una variación de 0.30% m/m, ligeramente por debajo de nuestra expectativa de 0.38%

**Gráfico I.8. Producción industrial (Trimestre móvil)**



Fuente: Dane

**Gráfico I.9. Índice de Confianza Industrial (ICI)**



Fuente: Dane

m/m y de lo esperado por el mercado (0.33% m/m). Esta cifra fue inferior a la registrada en diciembre de 2017, con lo que la inflación anual acumuló una disminución de 0.91 puntos porcentuales durante 2018 y finalizó el año en 3.18%, el nivel de cierre anual más bajo de los últimos 5 años.

Esta disminución estuvo liderada por el comportamiento de los bienes y servicios no transables, cuya inflación anual se ubicó dentro del rango meta, luego de permanecer por encima de él por cerca de tres años y medio. A lo anterior se sumaron presiones adicionales por cuenta de una desaceleración en la inflación de los transables y los regulados, las cuales fueron contrarrestadas parcialmente por movimientos al alza en los precios de los alimentos.

*En enero esperamos que la inflación anual retome una leve tendencia al alza y se ubique en 3.26%.*

Para enero esperamos que la variación mensual del IPC sea de 0.71% m/m, superior a la registrada en enero de 2018, con lo que la inflación anual iniciaría una leve tendencia al alza y se ubicaría en 3.26% (ver “Inflación 2018: misión cumplida” en [Informe de Inflación – Enero 17 de 2019](#)).

## Variables crediticias y monetarias

**Laura Daniela Parra Pérez**

Analista de Investigaciones

Tel. (571) 3538787 Ext. 6196

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

**Ana Vera Nieto**

Especialista Renta Fija

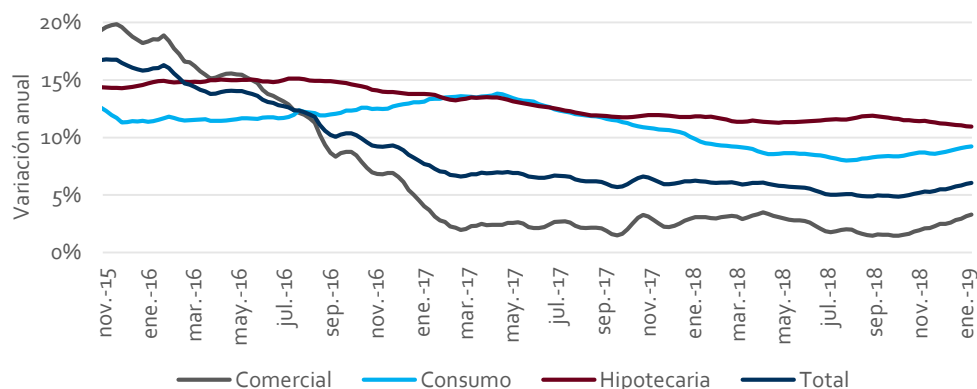
Tel. (571) 3538787 Ext. 6138

[ana.vera@corficolombiana.com](mailto:ana.vera@corficolombiana.com)

### › Cartera de créditos: señales de reactivación

De acuerdo con la información disponible con corte al 11 de enero de 2019, la cartera nominal continúa su proceso de recuperación luego de alcanzar ritmos de expansión mínimos durante 2S18 -1.5% nominal-, aumentando 6.1% a/a nominal<sup>2</sup>, acelerándose 50 pbs con respecto a diciembre. **Dicha recuperación fue impulsada por una aceleración en la colocación de crédito de consumo sumada a un comportamiento menos negativo en términos reales de la cartera comercial.** La cartera hipotecaria sigue registrando la mayor tasa de crecimiento, sin embargo, moderó su ritmo de expansión convergiendo hacia su promedio de los últimos tres años (7.4% real).

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



La cartera aumentó 2.7% real en enero. Acelerándose 40 pbs con respecto al mes anterior.

Fuente: BanRep. Cálculos Corficolombiana. Promedio móvil de cuatro semanas.

En efecto, el crecimiento de la cartera comercial (52.9% de la cartera total) se aceleró 70 pbs con respecto al mes anterior, alcanzando un crecimiento de 3.3% nominal, con una variación real levemente positiva por primera vez desde abril del año pasado, en línea con la reactivación de los canales de inversión, la mayor confianza comercial y la menor incertidumbre pasadas las elecciones presidenciales. Por su parte, las tasas nominales de crédito comercial se ubicaron en 9.1% (5.4% real) al 11 de enero, 23 pbs (19 pbs) por encima del nivel observado un mes atrás. Pese a dicho aumento, las tasas de esta modalidad aún incorporan más que proporcionalmente el ciclo de reducciones de la tasa de referencia (Tabla II.1).

La cartera de consumo (29.8% de la cartera total) aceleró su crecimiento en enero, al aumentar 9.2 % nominal (5.8% real) superando por 40 pbs (30 pbs) el mes anterior, alcanzando así su mayor ritmo desde marzo del año pasado. Así las cosas, **las tasas de colocación de esta modalidad de crédito no incorporan aún la totalidad del ciclo de reducciones de la tasa de BanRep, e iniciaron el año con un incremento de 238 pbs**

<sup>2</sup> En adelante, todos los crecimientos se referirán al crecimiento anual del promedio móvil de cuatro semanas a menos que especifiquemos lo contrario.

**Tabla II. 1 Tasas de colocación de crédito del Sistema Financiero**

Fecha	Nominales				Reales			
	Consumo	Comercial	Hipotecaria	BR	Consumo	Comercial	Hipotecaria	BR
16-dic-16	19.5	13.2	12.0	7.75	13.7	7.7	6.5	2.50
28-dic-18	16.8	8.9	10.5	4.25	12.8	5.3	6.8	0.74
14-dic-18	17.4	8.9	10.3	4.25	13.4	5.2	6.6	0.74
11-ene-19	19.2	9.1	10.7	4.25	15.1	5.4	7.0	0.71
Cambio mensual	177	23	41	0	168	19	36	-3
Año corrido	238	17	26	0	227	13	22	-3
Anual	-53	-73	5	-50	70	41	118	58

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

**en las primeras dos semanas, ubicándose en 19.2% nominal (Tabla II.1).** Este comportamiento es típico en enero y esperamos que las tasas incorporen en mayor medida el ciclo de reducciones en los próximos meses en la medida en la que los indicadores de calidad de cartera de esta modalidad mejoren, pues permanecen en un nivel históricamente alto.

Finalmente, la cartera hipotecaria (14.5% del crédito total) desaceleró su crecimiento nominal en 20 pbs (30 pbs real) hasta ubicarse en 10.9% (7.4%) (Gráfico II.1). Entre tanto, **las tasas de interés disminuyeron para la adquisición de vivienda no VIS mientras que se mantuvieron inalteradas para VIS en pesos y aumentaron con respecto a diciembre para VIS en UVR.** Así, las cosas, el promedio de adquisición de vivienda aumento 41 pbs entre diciembre y enero, al ubicarse en 10.7% nominal, evidenciando que aún hay un espacio importante para que las tasas de colocación incorporen los movimientos de BanRep.

En ese orden de ideas, nuestra expectativa de que el BanRep mantenga su tasa de política monetaria inalterada es consistente con el ciclo incompleto de transmisión en las modalidades de consumo y vivienda (311 pbs y 224 pbs restantes respectivamente). Esperamos una recuperación importante de la colocación comercial, que crecería a tasas de aproximadamente 6% nominal en este año, gracias a diferentes incentivos tributarios que impulsarían la inversión, sumado a un mejor desempeño de los proyectos de infraestructura 4G, la minería y la industria.

### › Agregados monetarios

El promedio del total de recursos en expansión aumentó durante el último mes (cifras hasta el 28 de enero) desde un promedio diario de 4.9 billones de pesos observados en diciembre del 2018, hasta 10.5 billones en lo corrido de enero, ubicándose muy por encima del promedio para enero en otros años, que es cercano a 6 billones (Gráfico II. 1). Este comportamiento se da gracias a un inicio de año con una perspectiva positiva para

*La cartera hipotecaria moderó su crecimiento hacia su promedio de 3 años.*

*Se espera mayor liquidez por recaudo de impuestos*

*El inicio de año está incorporando las necesidades de recursos de empresas por el primer vencimiento del pago de impuestos de grandes contribuyentes*

la cartera en las diferentes modalidades de créditos como mostramos anteriormente, además que se retomó el cálculo de encaje bisemanal a partir del 9 de enero de 2019.

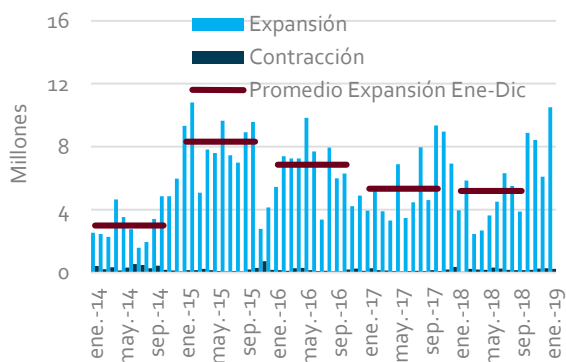
Este inicio de año está incorporando las necesidades de recursos de empresas por el primer vencimiento del pago de impuestos de grandes contribuyentes y la declaración mensual de retención en la fuente desde el próximo 8 de febrero.

**El costo de fondeo entre los bancos se ha incrementado, dada la menor liquidez y la necesidad de recursos de corto plazo, además se está anticipando una menor velocidad en el ciclo de incremento del BanRep, de acuerdo con la curva de swaps IBR.**

La brecha entre el IBR overnight y la tasa de intervención se mantiene cercana a cero. De igual forma, la DTF aumentó a 4.56%, con ligera tendencia al alza, pero estables respecto al mes de diciembre.

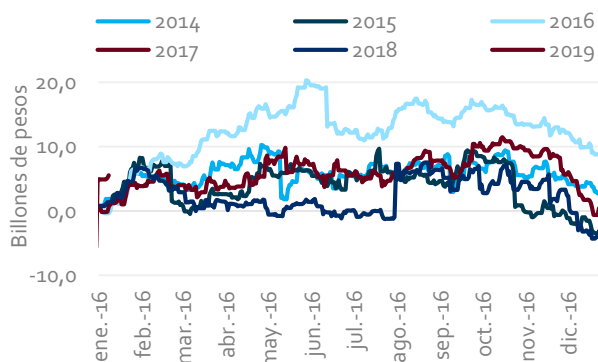
Destacamos el cambio en la disponibilidad de recursos del Gobierno Nacional, medido como el balance en los recursos de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN). En efecto, por ser inicio de año, el saldo de DTN es de 15.6 billones de pesos, muy superior al nivel en el que cerró 2018 (8.9 billones) (Gráfico II.3). Lo anterior evidencia que el Gobierno está recibiendo dinero por las nuevas subastas de títulos que empezaron el pasado 2 de enero, además se está preparando para recibir ingresos provenientes del pago de impuestos. En este entorno, esperamos que mejore la liquidez respecto al cierre de 2018, ante un mejor panorama asociado a las fechas de vencimientos de pagos de impuestos a la DIAN.

**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

## Mercados Financieros

**Ana Vera Nieto**

Especialista Renta Fija

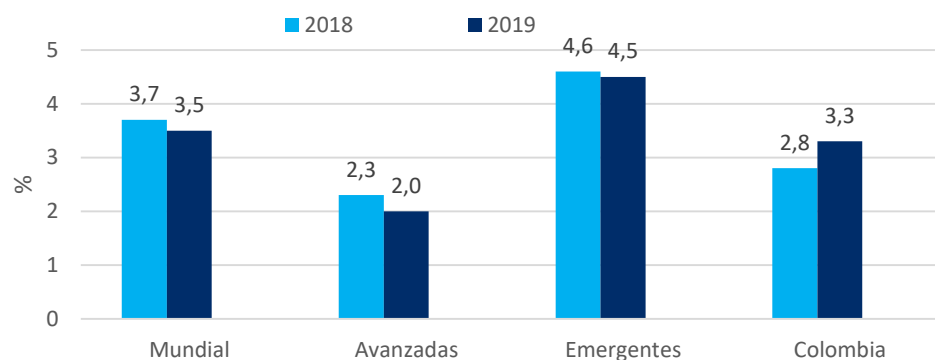
Tel. (571) 3538787 Ext.6138

[ana.vera@corficolombiana.com](mailto:ana.vera@corficolombiana.com)

### › Mercado Internacional

A nivel global, el año 2019 se convierte en un año de múltiples retos por una posible desaceleración de la economía mundial, reflejado en la revisión a la baja de las proyecciones del Fondo Monetario Internacional hace una semana (Gráfico III.1).

**Gráfico III.1. Proyecciones de crecimiento FMI**



Fuente: FMI

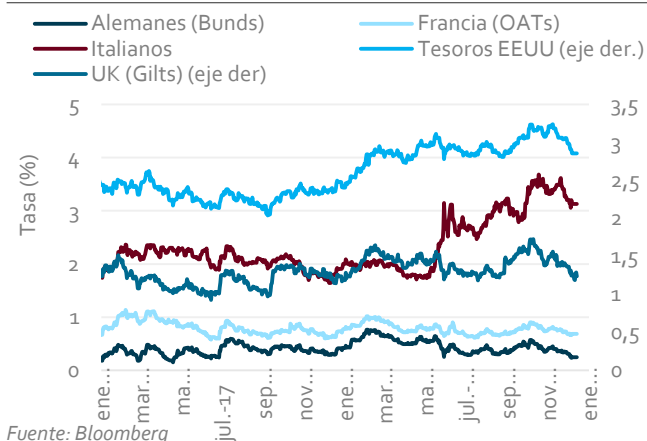
Ante este panorama, las expectativas de incrementos en tasas de interés se han desacelerado en medio de un entorno de inflación controlada o por debajo de la meta. Se destaca Japón, ya que su banco central (BOJ) recortó de manera muy importante su proyección de inflación para el año 2019 a 0.9%, desde 1.4%.

Por otra parte, a pesar de la continuidad de las tensiones en Europa por el *Brexit* y el cierre parcial del gobierno en EEUU (ver sección Contexto Externo y Cambiario), las tasas de los bonos soberanos de los principales países desarrollados se mantienen estables, sugiriendo que los inversionistas ya descontaron estos fenómenos mundiales (Gráfico III.2).

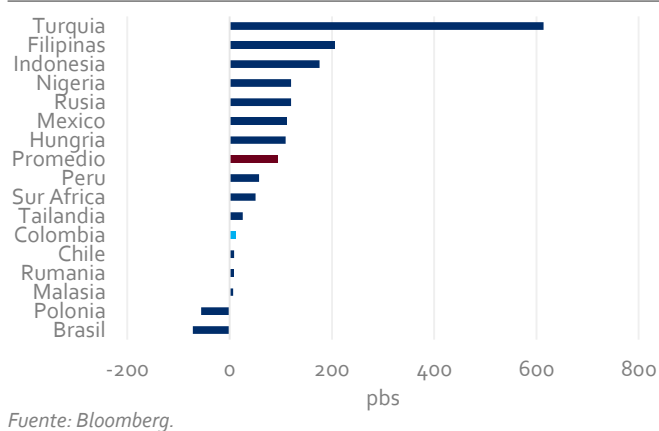
Por el contrario, los mercados emergentes han incorporado la búsqueda de retorno y se han dado ganancias sobre los bonos de referencia de algunos de estos mercados (Gráfico III.3). No obstante, se está dando mayor rentabilidad en el mercado de acciones frente al mercado de bonos, gracias al mayor incremento de flujos de fondos hacia la compra de acciones. (Gráfico III.4).

Teniendo en cuenta que esperamos mayor incertidumbre sobre el camino de la política monetaria en países desarrollados (máximo dos incrementos de tasas de interés de la Fed), creemos que se pueden presentar oportunidades hacia inversiones en países emergentes con buenos fundamentales y estabilidad política

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



**Gráfico III.3. Variación en el corredor de 2019 de la tasa de los bonos soberanos de países emergentes**

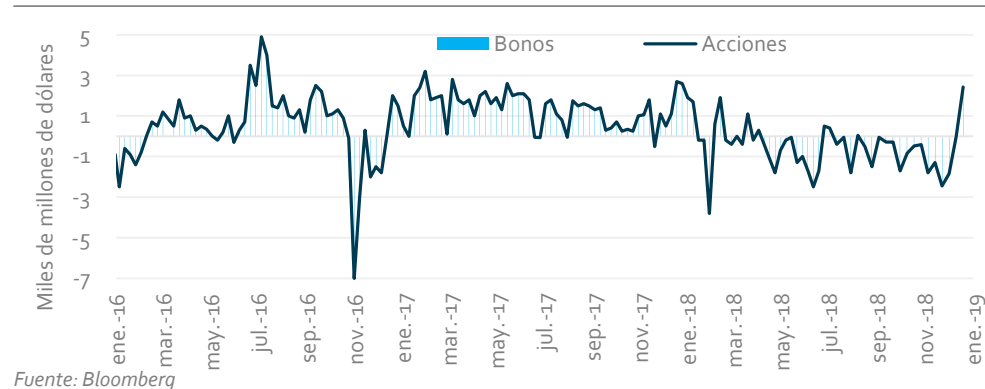


› **Mercado local**

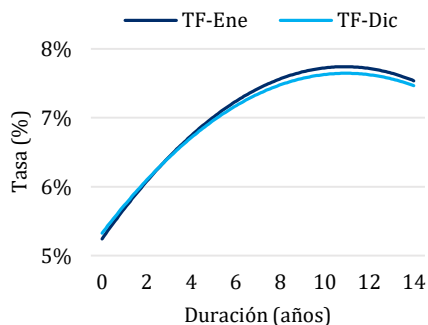
En el mes de enero, como es usual, el Ministerio de Hacienda ha venido dando a conocer detalles de su programa de financiamiento para el 2019, y los títulos de deuda pública han tenido comportamientos heterogéneos: los títulos tasa fija exhibieron pérdidas de 3 puntos básicos (pbs) respecto a la pasada reunión del BanRep (Gráfico III.5), mientras que los títulos en UVR y emitidos en dólares presentaron valorizaciones en promedio de 23 pbs (Gráfico III.6 y Gráfico III.7). Se destaca el comportamiento de los títulos de largo plazo en tasa fija, que exhiben pérdidas de más de 7 pbs, mientras que los títulos de corto plazo se han valorizado en promedio 6 pbs. Este comportamiento se da por tres factores:

**Primero:** Se crearon dos nuevas referencias que harán parte del cronograma de subastas obligatorias en las operaciones de financiamiento del Gobierno Nacional, TES 2034 y TES UVR 2037, se busca dinamizar emisiones de largo plazo, pero ante las dudas en materia fiscal los títulos a tasa fija de largo plazo no han tenido un buen desempeño.

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

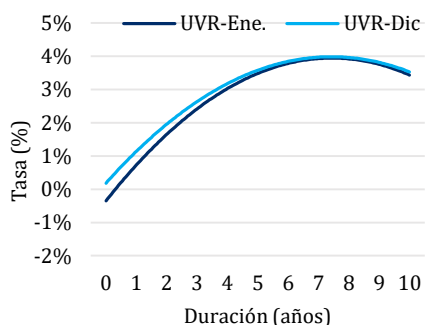


**Gráfico III.5. TES tasa fija**



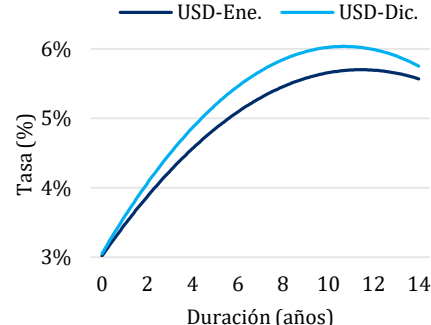
Fuente: Bloomberg. Cálculos Corficolombiana

**Gráfico III.6. Tes UVR**



Fuente: Bloomberg. Cálculos Corficolombiana

**Gráfico III.7. TES en dólares**



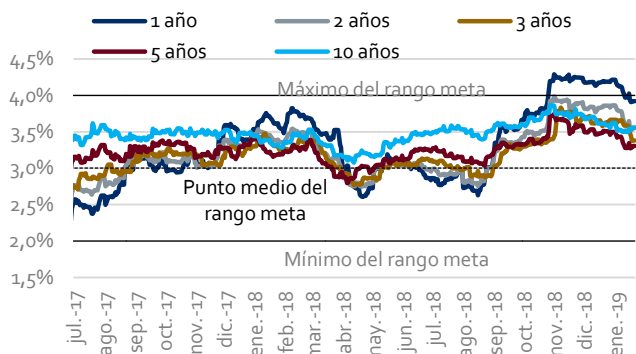
Fuente: Bloomberg. Cálculos Corficolombiana

**Segundo:** El Gobierno realizó de manera exitosa dos emisiones de deuda en el mercado internacional, a un menor costo frente a las emisiones del 2018 y frente a países vecinos como México, evidenciando la credibilidad de inversionistas de todo el mundo, con unas tasas de colocación por debajo de emisiones del año 2018 y una demanda sin precedentes.

**Tercero:** Ante la respuesta de lo que finalmente se aprobó con la Ley de Financiamiento en diciembre del 2018, se han mitigado las presiones de inflación y de hecho las expectativas implícitas de las mismas medidas a través de los títulos de deuda pública disminuyeron 26 pbs en el último mes (Gráfico III. 8). En promedio para todos los plazos se espera una inflación de 3.5%, frente a un valor esperado de 3.8% o superior en meses anteriores.

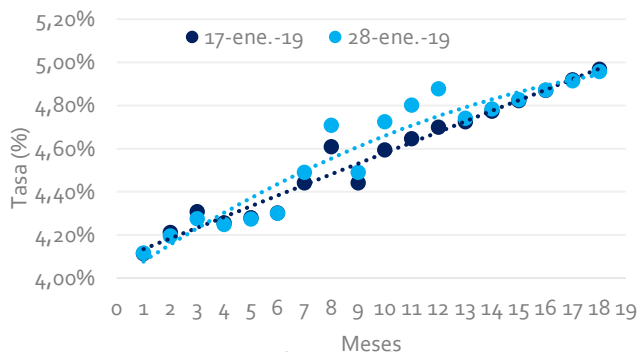
Con este panorama, los riesgos en los mercados financieros, se generan por el debilitamiento global de la economía y, a nivel local, en el ámbito fiscal. De manera particular es muy importante monitorear la estrategia de fondeo del Ministerio de Hacienda, que con un recorte de gasto impactará el crecimiento económico y con un mayor endeudamiento externo podría poner al país en un entorno más vulnerable ante choques internacionales y generar presiones sobre los activos financieros locales. La curva de tasas implícitas de los Swaps de IBR indica que no se esperan cambios en la tasa de referencia del BanRep por lo menos hasta en 6 meses (Gráfico III.9).

**Gráfico III. 8. Inflaciones implícitas (curva TES cero cupón)**



Fuente: Infovalmer, Cálculos Corficolombiana

**Gráfico III.9. 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](mailto:juliana.pinzon@corficolombiana.com)

### Cristhian Alejandro Cruz Moreno

Analista de divisas y commodities

+57 1 3538787 ext. 6120

[cristhian.cruz@corficolombiana.com](mailto:cristhian.cruz@corficolombiana.com)

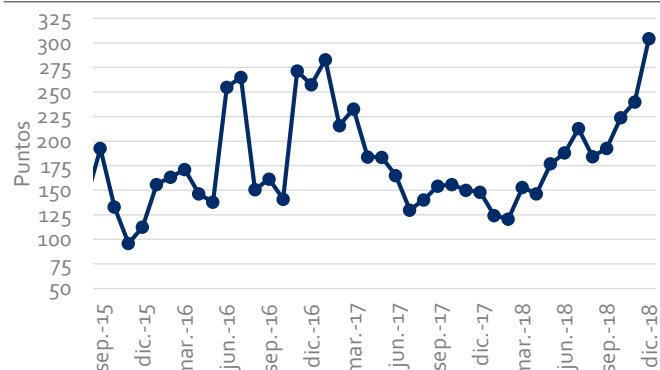
*La posible desaceleración de la economía mundial, junto con la incertidumbre política en el Reino Unido y en EEUU, son riesgos latentes para los mercados financieros.*

La incertidumbre respecto al futuro de la economía mundial, las mayores tensiones políticas en EEUU y el Reino Unido, junto con datos macroeconómicos levemente negativos, fueron algunos de los factores más relevantes en el contexto externo durante el último mes. Bajo este contexto, el peso colombiano acumula una apreciación año corrido cercana al 3%, junto a menores episodios de volatilidad en comparación al último trimestre del 2018.

Desde la reunión de BanRep del 21 de diciembre, los factores más relevantes para los mercados financieros fueron: i) la incertidumbre política en EEUU y el Reino Unido, tras el cierre parcial del Gobierno federal estadounidense y las negociaciones en curso del *Brexit* (Gráfico IV.1); ii) la debilidad económica que continuó exhibiendo China y la Eurozona; y iii) el deterioro de las perspectivas de la economía mundial de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI). A pesar de lo anterior, las moderaciones de las tensiones comerciales entre EEUU y China, junto con resultados corporativos positivos de 4T18, impulsaron los índices accionarios a nivel mundial, liderados por el S&P 500 (Gráfico IV.2).

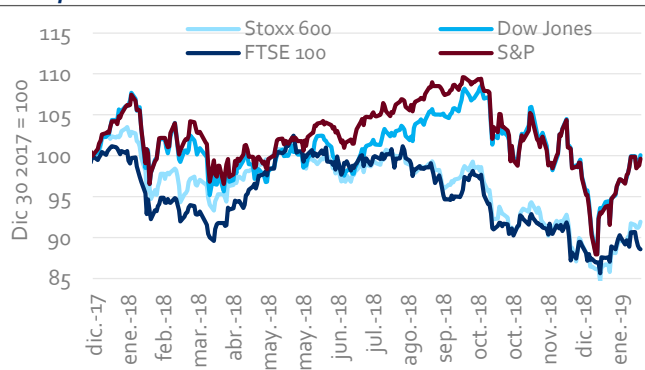
En EEUU, el cierre del Gobierno más largo de la historia, causado por una disputa entre el Partido Demócrata y el Presidente estadounidense, Donald Trump, en relación con financiación para construir un muro en la frontera con México, elevó significativamente la incertidumbre durante las últimas 5 semanas. Aproximadamente 800 mil trabajadores federales no recibieron sueldo durante tal periodo, algunas agencias de monitoreo y salubridad no estaban en total funcionamiento, la Administración de Seguridad en el Transporte (TSA, por sus siglas en inglés) retrasó los itinerarios de una gran cantidad de vuelos, mientras que las agencias de información, tales como la *Bureau of Economic Analysis* (BEA) y la *Bureau of Labor Statistics* (BLS) aplazaron publicaciones claves de la economía estadounidense. En Europa, el Banco Central Europeo (BCE) reflejó un mayor pesimismo frente al balance de riesgos que monitorea el Comité, mientras que en el Reino Unido, las probabilidades de un *Brexit* sin acuerdo continúan elevando la incertidumbre y desincentivando la confianza empresarial.

**Gráfico IV.1 Índice de incertidumbre política a nivel mundial**



Fuente: Bloomberg

**Gráfico IV.2 Índices bursátiles estadounidenses y europeos**



Fuente: Bloomberg

› *Contexto económico*

Los datos de la economía mundial conocidos en los últimos tres meses han sido mixtos, con un sesgo negativo. En particular, se evidencia una moderación de la inflación en varios países, un 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 (Gráfico IV.3).

El FMI en su actualización del World Economic Outlook (WEO) de enero recortó el pronóstico de crecimiento de la economía mundial para este año a 3.5% (ant: 3.7%), siendo la menor tasa de crecimiento de los últimos tres años, en línea con la debilidad que exhibe la economía europea, especialmente Alemania e Italia, junto con la significativa volatilidad de los mercados financieros.

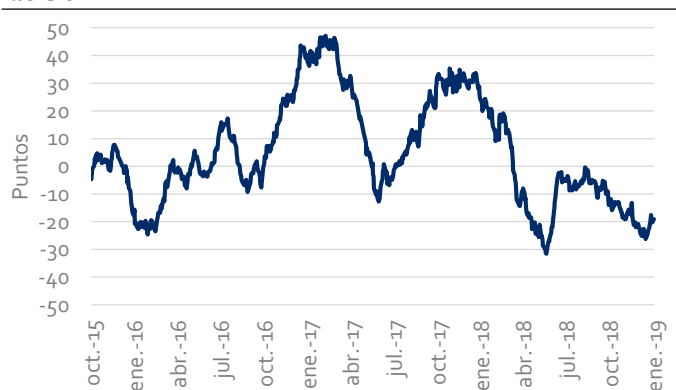
En **EEUU**, el mercado laboral continuó reflejando un sólido desempeño en diciembre, en línea con el repunte que registró la contratación, que tocó máximos desde febrero, y la aceleración en el crecimiento de los salarios, moderando levemente las recientes preocupaciones del mercado respecto al futuro de la economía estadounidense y su impacto sobre las decisiones de la Fed este año. Mientras tanto, la inflación IPC se contrajo en diciembre, tras la caída de los precios de energía junto con los menores precios de los vehículos. Finalmente, las ventas de viviendas usadas registraron en diciembre la mayor contracción mensual desde noviembre de 2015, en línea con el incremento en las tasas hipotecarias.

En **Europa**, las menores presiones inflacionarias en diciembre (Gráfico IV.4), la desaceleración de la economía alemana, que registró en 2018 el menor crecimiento en los últimos 5 años, junto con la caída en la confianza empresarial en enero, continúan sugiriendo una ralentización de la economía europea.

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

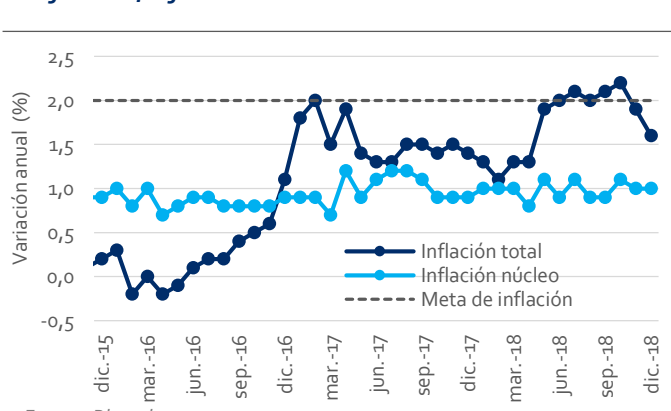
*Los datos macroeconómicos han sido en general mixtos, con un sesgo negativo, especialmente en Europa y China*

**Gráfico IV.3 Índice de sorpresas macroeconómicas global de Citi**



Fuente: Bloomberg

**Gráfico IV.4 Inflación de la Eurozona**



Fuente: Bloomberg

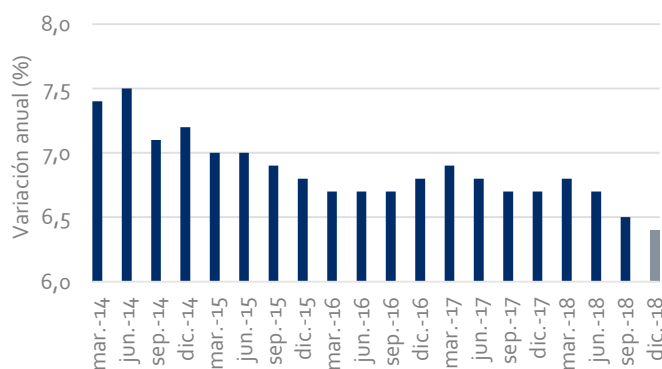
actividad económica que han sido publicados recientemente reflejan que el deterioro de la demanda interna podría continuar en 1T19.

En **China**, la economía continuó desacelerándose en 4T18, y su crecimiento tocó mínimos desde 2009 (Gráfico IV. 5), en línea con un deterioro del comercio minorista, junto con un menor impulso de la inversión, a pesar de las políticas de apoyo implementadas por el Gobierno. Así mismo, el sector manufacturero registró una contracción en diciembre, y tocó el mínimo nivel desde mayo de 2017, luego de que las débiles condiciones de la demanda, la caída de las nuevas órdenes, junto con la reducción de la producción por segundo mes consecutivo, debilitaran significativamente el sector.

Para **América Latina** el FMI también recortó las proyecciones de crecimiento para 2019 y 2020, hasta 2.0% (ant: 2.2%) y 2.5% (ant: 2.3%) respectivamente, en línea con el deterioro en las perspectivas de la economía a nivel mundial, la caída en los precios del petróleo, junto con la significativa volatilidad que registraron recientemente los mercados financieros.

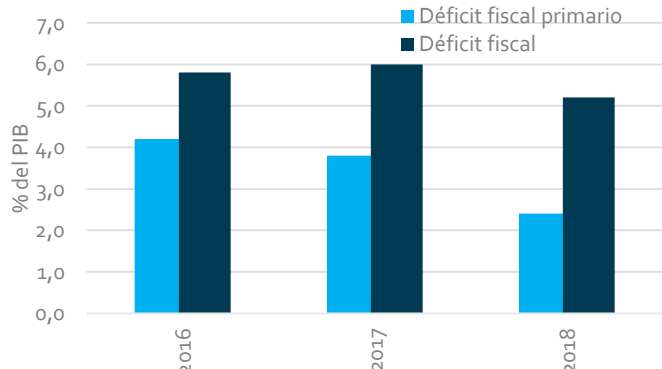
La inflación de **Brasil** se aceleró en diciembre, manteniéndose dentro del rango meta del Banco Central de Brasil (BSB), mientras que en **México**, el efecto *pass-through* de la devaluación de su moneda y las presiones de los precios de la energía, ubicaron la inflación por encima del rango meta del Banxico en diciembre. Por su parte, en **Argentina** el déficit primario de 2018 logró cumplir con lo establecido por el programa del FMI, en línea con una caída en el gasto primario del Gobierno (Gráfico IV.6).

**Gráfico IV.5 PIB de China**



Fuente: Bloomberg

**Gráfico IV. 6 Déficit fiscal de Argentina**



Fuente: Bloomberg

Tabla 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)	Inalterada su tasa de interés	2.25% - 2.50%	El FOMC incluye la palabra paciencia en su comunicado, afirmando que la Fed será paciente hasta que determine los apropiados ajustes futuros en el rango de tasas. Así mismo anunció que estaría preparado para ajustar cualquier detalle en relación con la normalización del balance de activos	La Fed eliminó de su comunicado la frase que mencionaba que realizaría ajustes graduales de tasas, abriendo la puerta para subidas o recortes de tasas.
Banco Central Europeo (BCE)	Inalterada su tasa de interés	0%, 0.25% y -0.4%	El balance de riesgos se ha deteriorado, en línea con el debilitamiento que ha registrado la actividad económica de la Eurozona, la incertidumbre del Brexit, junto con las menores perspectivas de crecimiento a nivel mundial	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 y el próximo año	Mantendrá las tasas de interés en niveles bajos por un largo periodo de tiempo
Banco de Turquía (BCTR)	Inalterada su tasa de interés	24%	El BCTR mantendrá inalterada su política monetaria hasta observar una moderación en las presiones inflacionarias y sus expectativas	Las perspectivas económicas para las economías desarrolladas y emergentes fueron revisadas a la baja, en línea con las menores proyecciones de crecimiento a nivel mundial
Banco Popular de China (PBoC)	Reducción de requerimiento de reservas en 100 pbs	13.5%	La política monetaria se mantendrá atenta a la evolución de las condiciones de liquidez de la economía, y el efecto de las medidas de estímulo del Gobierno sobre el crecimiento	El PBoC prevé mayores recortes del requerimiento de reservas, en línea con el deterioro que la actividad económica ha registrado.
Banco de Argentina (BCRA)	Reducción de 29 pbs en su tasa LELIQ de 7 días	56.3%	Sin cambios relevantes	El BCRA continuará flexibilizando su política monetaria con cautela
Banco de Perú (BCRP)	Inalterada su tasa de interés	2.75%	Algunos riesgos latentes para la economía incluyen el deterioro en el contexto internacional y la volatilidad de los mercados financieros	Mantener política monetaria expansiva en la medida que las expectativas de inflación se mantengan estables

### › Tasa de cambio y materias primas

La evolución reciente del dólar en el mercado local, se enmarca en una apreciación año corrido del peso cercano al 3% y una convergencia hacia 3,150 pesos por dólar, acompañada también por volatilidades causadas del tipo de cambio en niveles inferiores al 10%. **Lo anterior ha sido ampliamente explicado por una menor fortaleza relativa del dólar a nivel mundial, así como un proceso de estabilización en la cotización del crudo en los escenarios internacionales.** En efecto, el mercado cambiario colombiano no ha estado exento de una menor expectativa de aumentos de tipos por parte de la Fed en el presente año, dada la posible materialización de una moderación en el crecimiento económico del país, presiones inflacionarias acotadas y tasas de desempleo convergiendo a niveles de pleno empleo, lo que se ha traducido en un alivio para economías, como la colombiana, con retornos atractivos para inversionistas de

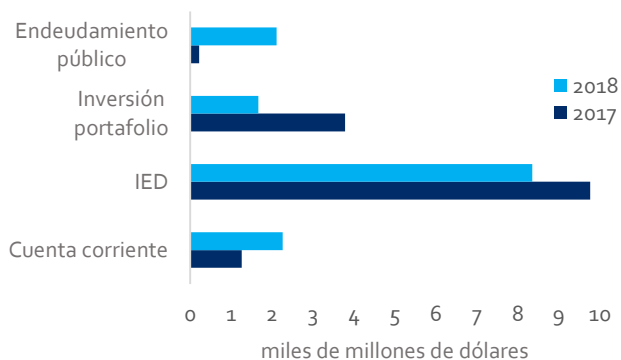
portafolio, no obstante, del mayor nivel de riesgo. En términos generales, podemos observar una leve tendencia decreciente en el índice DXY en el acumulado año, la cual ya alcanza un retroceso de 0.5% hasta ubicarse por debajo de 96 puntos.

Paralelamente, los acuerdos alcanzados por la OPEP, más un grupo externo de países exportadores, para hacer recortes adicionales en el suministro de crudo, han ayudado a contener la caída que marcó el precio del petróleo en el último trimestre del año, y con ello los negativos impactos cambiarios para el país. Este acuerdo que fue alcanzado en diciembre, y que entró en vigencia en enero, supuso un recorte en el suministro mundial de crudo en 1.2 millones de barriles adicionales a los acordados en diciembre de 2016 y, con ello, ha puesto algo de coto a la creciente producción norteamericana, al menos hasta junio cuando se revise una extensión, o no, de este compromiso. En ese orden de ideas, en lo corrido del año hemos visto una recuperación del precio del crudo del orden del 15% para las dos principales referencias, Brent y WTI, lo que las ha llevado a ubicarse cerca de 61 dólares por barril (dpb) y 54 dpb, respectivamente.

Por otro lado, el BanRep reportó que en la balanza cambiaria con corte al 31 de diciembre de 2018 (Gráfica 4.VII) hubo una variación en el nivel de reservas brutas por el orden de 761 millones de dólares, resultante de giros al país por 2,533 millones de dólares dentro de la Cuenta Corriente, aunque compensado por egresos de 1,772 millones de dólares en la Cuenta de Capital. En general, se destaca la evolución positiva de los giros por Inversión Extranjera Directa, dedicada a actividades de petróleo y minería, la cual tuvo un aumento de 734 millones de dólares respecto al acumulado de 2017. En contraste, se presentaron menores ingresos netos de portafolio por el orden de 2,146 millones de dólares, al comparar 2017 frente a 2018.

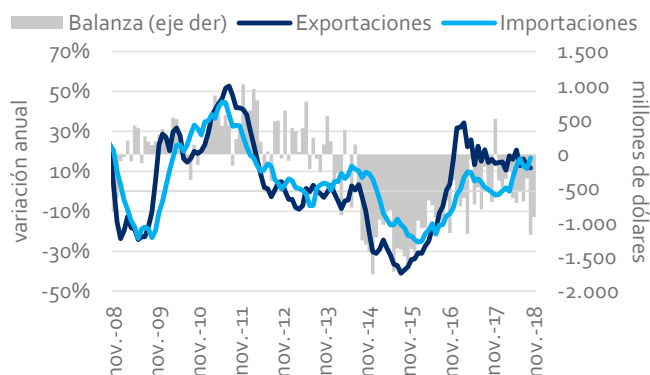
El déficit comercial para los primeros once meses del año se ubicó en 6,517 millones de dólares FOB (Gráfico IV.8), cifra inferior en 1.4% cuando se le compara frente al mismo periodo de 2017 (6,609 millones de dólares FOB). Esta corrección es explicada, en general, por un aumento anual (a/a) de 20.3% en las ventas externas de bienes tradicionales y, en particular, por el repunte en el precio del crudo exportado por el país,

**Gráfico IV.7 Balanza cambiaria**



Fuente: BanRep.

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

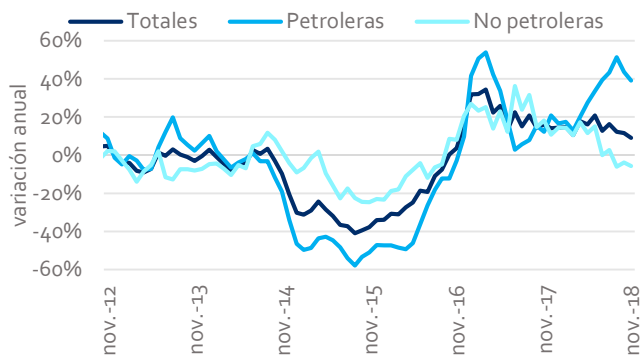


Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana

que en promedio pasó de 47 dólares por barril (dpb) en 2017 a 65 dpb en 2018, generando que las ventas externas de este hidrocarburo crecieran 28.8% a/a. A pesar de la devaluación que acumuló el tipo de cambio durante los últimos meses del año pasado, en noviembre continuamos viendo una ampliación del déficit comercial como consecuencia de un repunte en las importaciones, particularmente del grupo de bienes intermedios que tuvieron una variación positiva del 11% a/a.

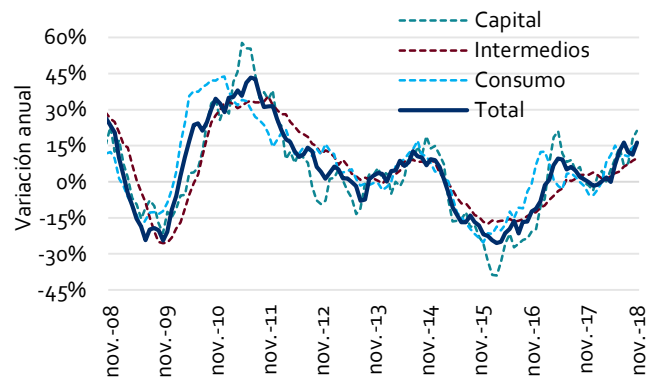
Las exportaciones totales en noviembre (Gráfica IV.9) fueron de 3,349 millones de dólares FOB, con un crecimiento de 7.9% a/a. De esta manera, durante los primeros once meses del año, las exportaciones colombianas llegaron a 38,440 millones de dólares FOB registrando un crecimiento de 13% a/a. Por su parte, las importaciones (Gráfica IV.10) se ubicaron en 4,476 millones de dólares CIF para el mes de noviembre, lo que representó un aumento de 12.3% frente al mismo mes del año anterior cuando se ubicaron en 3,858 millones de dólares CIF –acumulado año de 44,957 millones de dólares CIF–. Respecto a la variación anual, las compras externas de bienes de capital contribuyeron con 3.5 puntos porcentuales (p.p.), bienes de consumo con 4 p.p, bienes intermedios con destino a actividades industriales lo hicieron con 4.1 p.p, y otros bienes intermedios con 0.7 p.p.

**Gráfico IV.9 Exportaciones (promedio móvil tres meses)**



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana

**Gráfico IV.10 Importaciones (promedio móvil tres meses)**



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana

## V. Expectativas

**Julio César Romero**

*Economista Jefe*

3538787 Ext. 6105

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

**Maria Paula Contreras**

*Especialista Economía Local*

3538787 Ext. 6164

[maria.contreras@corficolombiana.com](mailto:maria.contreras@corficolombiana.com)

**En la reunión de mañana esperamos que BanRep no haga ningún movimiento y mantenga inalterada la tasa de intervención en 4.25%.** Nuestra expectativa coincide con lo esperado por el promedio del mercado y se fundamenta en los siguientes factores: i) el comportamiento favorable que mantuvo la inflación durante 2018 y el anclaje de las expectativas en 2019, ii) una recuperación de la economía más gradual de lo previsto inicialmente, y iii) la persistente incertidumbre acerca de la inestabilidad a nivel mundial.

En **primer lugar**, en 2018 la inflación convergió rápidamente a un nivel muy cercano a la meta puntual de 3.0% y se mantuvo estable dentro del rango objetivo a lo largo de todo el año. Lo anterior estuvo explicado principalmente por el comportamiento favorable que mantuvieron los precios de los alimentos – los cuales se ubicaron en los niveles más bajos de los últimos cuatro años – y los precios de los bienes y servicios transables, que no alcanzaron a reflejar la devaluación del peso colombiano en 4T18. En particular, en diciembre la inflación anual acumuló una disminución de 0.91 puntos porcentuales y finalizó 2018 en 3.18%, su menor nivel para diciembre desde 2013. Cabe resaltar que incluso, la inflación se ubicó ligeramente por debajo de lo esperado por los analistas a principios de año (3.47% según la encuesta de BanRep realizada en enero de 2018).

**En 2019, si bien existe una serie de riesgos que podrían generar presiones alcistas sobre el nivel de precios, consideramos que la evolución de la inflación tampoco será una preocupación importante para las decisiones de política monetaria este año.** En efecto, las expectativas se han moderado de forma notable luego de conocerse que la Ley de Financiamiento no incluiría la extensión del IVA a cerca del 80% de los productos incluidos en la canasta familiar, medida que hubiera tenido, según nuestros cálculos, un fuerte impacto inflacionario.

Por un lado, las expectativas de inflación reportadas en la más reciente encuesta de BanRep permanecen ancladas al rango meta, al ubicarse en promedio en 3.5% para final de año. Por su parte, las expectativas de inflación implícitas en el mercado de deuda pública han presentado una corrección importante y han vuelto a ubicarse igualmente dentro del rango meta (ver “Mercado financiero” en este informe). En particular, nuestra

**Tabla V.1. Proyecciones de Inflación (%)**

		Total	Sin Alimentos
Enero 2019 mensual	Corficolombiana	0.71	0.42
	Encuesta BanRep	0.66	0.44
Enero 2019 anual	Corficolombiana	3.26	3.51
	Encuesta BanRep	3.21	3.53
Diciembre 2019 anual	Corficolombiana	3.80	3.65
	Encuesta BanRep	3.50	3.33

Fuente: Banco de la República. Cálculos Corficolombiana

expectativa se ubica ligeramente por encima de lo esperado por el promedio del mercado (3.8%), pero permanece de todas formas dentro del rango meta.

En **segundo lugar**, si bien los datos de crecimiento de 3T18 superaron ligeramente las expectativas de los miembros de la Junta, y los indicadores disponibles para 4T18 sugieren que el proceso de recuperación de la economía continuaría, impulsado por un desempeño estable del consumo privado y un repunte de la inversión en actividades distintas a la construcción (ver “Actividad económica” en este informe), persiste la incertidumbre sobre la velocidad de la recuperación debido al rezago que puedan mantener algunos sectores. En efecto, estas preocupaciones han llevado a varios analistas a reducir sus pronósticos de crecimiento de la economía para 2019, incluyéndonos (ver “Perspectiva Macroeconómica: Efectos colaterales” en [Informe anual – Diciembre 6 de 2018](#)).

Lo anterior se ve reflejado adicionalmente en las minutas de la última reunión de política monetaria, las cuales señalan que **“los directores creen que el crecimiento del producto se incrementará en 2019. Sin embargo, no hay consenso sobre la fortaleza de dicho incremento y, por ende, de la evolución de la brecha del producto”**.

En **tercer lugar**, persiste igualmente la incertidumbre alrededor de un contexto mundial caracterizado por una mayor volatilidad en los mercados financieros, un debilitamiento generalizado de la economía, un endurecimiento de las condiciones de financiamiento, y el surgimiento de tensiones geopolíticas; elementos a los cuales la autoridad monetaria deberá hacer cuidadoso seguimiento para definir la hoja de ruta de la política monetaria durante 2019.



## Equipo de investigaciones económicas

---

### Estrategia Macroeconómica

---

**Julio César Romero**

*Economista Jefe*

(+57-1) 3538787 Ext. 6105

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

**Ana Vera Nieto**

*Especialista Renta Fija*

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

[ana.vera@corficolombiana.com](mailto:ana.vera@corficolombiana.com)

**Maria Paula Contreras**

*Especialista Economía Local*

(+57-1) 3538787 Ext. 6164

[maria.contreras@corficolombiana.com](mailto:maria.contreras@corficolombiana.com)

**Cristhian Alejandro Cruz Moreno**

*Analista Cambiario y Sectorial*

(+57-1) 3538787 Ext. 6120

[cristhian.cruz@corficolombiana.com](mailto:cristhian.cruz@corficolombiana.com)

**Juliana Pinzón Tróchez**

*Analista de Investigaciones*

(+57-1) 3538787 Ext. 6107

[juliana.pinzon@corficolombiana.com](mailto:juliana.pinzon@corficolombiana.com)

**Laura Daniela Parra**

*Analista de Investigaciones*

(+57-1) 3538787 Ext. 6196

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

**Maria Camila Zambrano Rodríguez**

*Practicante Investigaciones Económicas*

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

[maria.zambrano@corficolombiana.com](mailto:maria.zambrano@corficolombiana.com)

### Renta Variable

---

**Andrés Duarte Pérez**

*Gerente de Renta Variable*

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

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

**Luis Miguel Alcega**

*Analista Renta Variable*

(+57-1) 3538787 Ext. 6194

[luis.alcega@corficolombiana.com](mailto:luis.alcega@corficolombiana.com)

**Roberto Carlos Paniagua Cardona**

*Analista Renta Variable*

(+57-1) 3538787 Ext. 6193

[roberto.paniagua@corficolombiana.com](mailto:roberto.paniagua@corficolombiana.com)

### Finanzas Corporativas

---

**Rafael España Amador**

*Director de Finanzas Corporativas*

(+57-1) 3538787 Ext. 6195

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

**Andrés Felipe Beltrán**

*Analista Finanzas Corporativas*

(+57-1) 3538787 Ext. 6191

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

**Sergio Andrés Consuegra**

*Analista de Inteligencia Empresarial*

(+57-1) 3538787 Ext. 6197

[sergio.consuegra@corficolombiana.com](mailto:sergio.consuegra@corficolombiana.com)

## ADVERTENCIA

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

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

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

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

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

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

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

## CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA

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

## INFORMACIÓN DE INTERÉS

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

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

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

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

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

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