

MONITOR DEL BANQUERO CENTRAL SIN CAMBIOS A LA VISTA

ACTIVIDAD ECONÓMICA (PAG.4)

- El crecimiento de 2018 confirmó la recuperación de la economía colombiana y los indicadores disponibles para 1T19 sugieren que la demanda interna mantendría un desempeño sólido en la primera parte del año.

VARIABLES CREDITICIAS Y MONETARIAS (PAG.10)

- La cartera continuó su proceso de recuperación moderada en febrero, impulsada por los créditos hipotecarios y la estabilización de la cartera comercial y de consumo.
- Las necesidades de liquidez se han mantenido elevadas en marzo, en línea con el aumento de los recursos en la Dirección del Tesoro Nacional.

MERCADO FINANCIERO (PAG.12)

- Se han reactivado los flujos de fondos hacia bonos de países emergentes favoreciendo algunas ganancias en países como Indonesia, México, Perú, Colombia y Chile.
- El debilitamiento global de la economía, y la incertidumbre fiscal podrían representar riesgos para los mercados financieros.

CONTEXTO EXTERNO Y CAMBIARIO (PAG.14)

- El deterioro en las perspectivas de crecimiento mundial, junto con una moderación de las presiones inflacionarias, ha reducido las expectativas de una normalización de la política monetaria a nivel global.
- Bajo este contexto, el peso colombiano acumula una apreciación año corrido cercana al 4.3%, junto a menores episodios de volatilidad en comparación al último trimestre del 2018.

EXPECTATIVAS (PAG.18)

- En la reunión de mañana esperamos estabilidad de tasas en 4.25%. Mantenemos un ligero sesgo a que los dos incrementos que estamos esperando en 2S19 se aplacen.

Resumen

La nueva información disponible desde la última reunión de BanRep con decisión de tasas de interés, en enero, apunta a que **en la reunión de mañana la Junta de BanRep mantendrá estable nuevamente la tasa de interés**. Con esta decisión, se completaría un año de estabilidad, ciclo similar al observado a finales de 2014 cuando la tasa se mantuvo en 4.50% durante doce meses consecutivos. Esta decisión se vería soportada, por un lado, en los mejores resultados que ha registrado la inflación en los primeros meses de 2019, los cuales han aumentado considerablemente las probabilidades de que la inflación permanezca cómodamente alrededor del 3.0% en lo que queda del año y que BanRep mantenga inalterada su postura ligeramente expansiva por un período de tiempo más prolongado al considerado inicialmente.

La continua recuperación de la actividad económica y las mejores perspectivas para 2019, en especial para la inversión fija, reforzarían la decisión. Adicionalmente, el hecho de que la economía continuaría creciendo por debajo de su potencial, hace oportuno que BanRep mantenga el estímulo monetario actual en los próximos meses.

En el ámbito financiero, se han reactivado los flujos de fondos hacia bonos de países emergentes favoreciendo algunas ganancias en países como Indonesia, México, Perú, Colombia y Chile. Por su parte, la deuda pública presentó un buen comportamiento con valorizaciones significativas en TES tasa fija y TES en dólares. 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 9 meses, es decir que no esperarían cambios de tasas de interés en el año 2019, este comportamiento se asocia con el mensaje de la Fed de EEUU que indica que las tasas se quedarían estables por el 2019, generando espacio adicional de valorizaciones en los activos de renta fija.

Entre tanto, la cartera de créditos se aceleró moderadamente en febrero, confirmando el proceso de recuperación gradual de la colocación. Lo anterior se dio pese a que aún resta un espacio importante de incorporación del ciclo de reducciones de la tasa de BanRep sobre las tasas de interés, en particular, en las modalidades de vivienda y consumo. Por su parte, encontramos que las necesidades de liquidez en marzo han sido elevadas, por lo que BanRep abrió cupos de expansión con plazo a 14 y 90 días. Ello está en línea con el aumento en los recursos de la Dirección del Tesoro Nacional por la provisión de pagos y austeridad por parte del Gobierno Nacional.

A nivel internacional, el deterioro en las perspectivas de crecimiento, junto con una moderación de las presiones inflacionarias, ha motivado varios bancos centrales modificar su hoja de ruta para este año, reduciendo de esta forma las expectativas de una normalización de la política monetaria a nivel mundial. Entre tanto, la incertidumbre en torno al *Brexit*, la evolución de las negociaciones entre EEUU y China para lograr un acuerdo comercial, junto con la publicación de datos macroeconómicos mixtos, fueron algunos de los factores más relevantes durante el último mes. Por otro lado, en lo corrido del año a marzo, el peso colombiano se ha apreciado en línea con una menor fortaleza global del dólar. Así mismo, se ha beneficiado de la tendencia alcista del precio del

petróleo y de menores primas de riesgo para emergentes. Por el contrario, la ampliación del déficit en Cuenta Corriente en 2018 revela la incapacidad del país para cerrar brechas externas.

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

	Relevancia
Mantener inalterada	
Convergencia de Inflación a la meta	High
Reducción de expectativas de inflación 2019	High
Recuperación moderada de la actividad económica	Medium-High
Deterioro en las expectativas de crecimiento económico mundial	Medium-High
Estabilidad de tasas por parte de la Fed	Medium-High
Incertidumbre fiscal y tributaria	Medium
Mejora en términos de intercambio	Medium
Condiciones de liquidez local	Medium
Deterioro de la posición externa	Medium
Condiciones monetarias internacionales más laxas	Medium
Subir la tasa de interés de intervención	
Riesgos al alza en la inflación de alimentos	Low
<i>Pass-through</i> sobre inflación de transables	Low

Fuente: Corficolombiana

Actividad económica

Maria Paula Contreras

Especialista Economía Local

3538787 Ext. 6164

maria.contreras@corficolombiana.com

Los indicadores adelantados sugieren que la demanda interna permanecería fuerte en 1T19.

El consumo privado podría moderar levemente su desempeño en 1T19, pero se mantendría en niveles favorables.

Los resultados del PIB en 4T18 confirmaron que la economía colombiana consolidó su proceso de recuperación, alcanzando un crecimiento de 2.7% a/a¹ en lo consolidado de 2018, en línea con lo esperado por el Gobierno y ligeramente por encima de la expectativa del equipo técnico de BanRep. Con este resultado, la economía revirtió la tendencia de desaceleración de los últimos tres años (Gráfico I.1), impulsada por el fortalecimiento de la demanda interna.

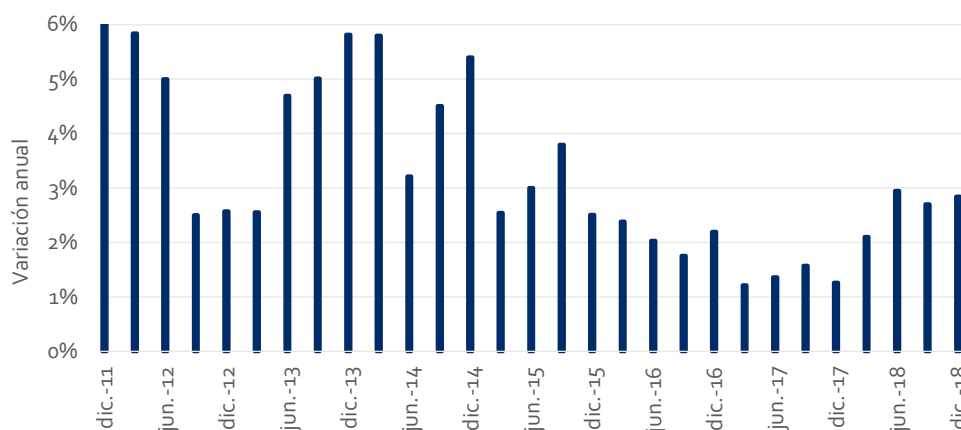
La información disponible en lo corrido de 1T19, en su mayoría a enero, sugiere que la demanda interna continuaría exhibiendo un comportamiento robusto en la primera parte del año, favorecida por una relativa estabilidad en el consumo de los hogares y mejores perspectivas para la inversión fija.

› Consumo de los hogares

Los indicadores disponibles para los primeros meses de 2019 continúan arrojando señales mixtas. Si bien algunas medidas como las ventas al por menor y el gasto real de los hogares continuaron exhibiendo un buen desempeño, el persistente deterioro en la confianza del consumidor y la tasa de desempleo podrían limitar el dinamismo del consumo privado en 1T19.

En enero, las **ventas al por menor** continuaron exhibiendo un desempeño favorable, aunque moderaron su crecimiento frente al año anterior. Este indicador registró un crecimiento de 3.0%, desacelerándose frente al 7.1% reportado al cierre de 2018 y alcanzando su menor nivel en un año. Dicho comportamiento se explicó principalmente por el menor dinamismo de las ventas de vehículos, las cuales registraron una caída de

Gráfico I.1. PIB en pesos constantes



Fuente: Dane. Cálculos Corficolombiana.

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

4.1%, situación que no se observaba desde finales de 2017. Cabe resaltar que las ventas sin vehículos también moderaron su ritmo de expansión en el primer mes de 2019, aunque continúan en niveles muy favorables frente a lo registrado en enero de 2018 (4.0% vs 2.9%). Con este resultado, las ventas minoristas presentaron un crecimiento de 7.2% en el trimestre noviembre–enero, retrocediendo frente al 8.2% reportado en 4T18, pero manteniéndose en niveles fuertes.

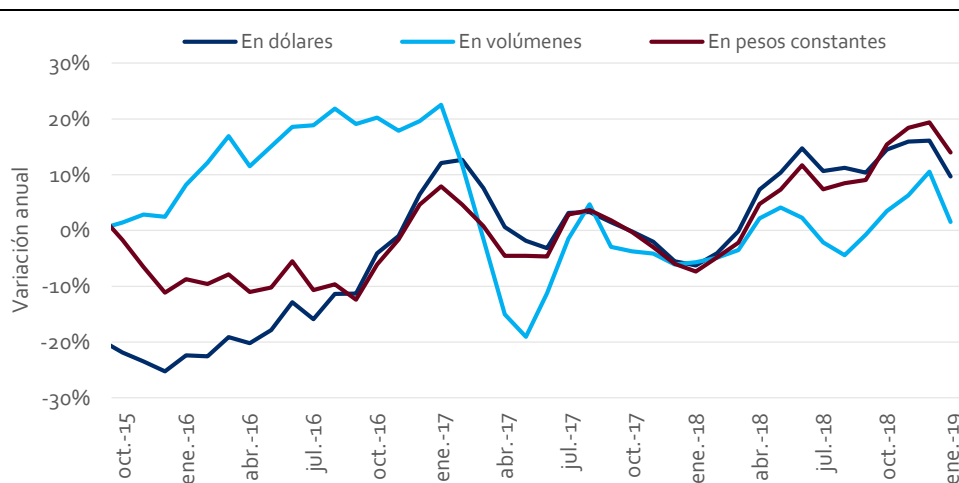
Por su parte, las compras externas de bienes de consumo se desaceleraron levemente en enero, al registrar un crecimiento de 5.4% en dólares (inferior al 6.7% reportado al cierre de 2018), aunque permanecieron relativamente estables en términos reales y presentaron un crecimiento de dos dígitos por cuarto mes consecutivo. Lo anterior, gracias a un incremento en las compras de bienes duraderos (13.9% en enero vs 9.7% en diciembre 2018).

De esta forma, las importaciones de bienes de consumo presentaron un crecimiento promedio de 9.7% en dólares y 14% en términos reales en el período noviembre-enero, desacelerándose frente a 4T18 en ambos casos (16% y 19%, respectivamente), aunque manteniéndose por encima de lo registrado en la primera parte de 2018 (Gráfico I.2.).

El persistente deterioro de la confianza del consumidor y la tasa de desempleo podrían limitar un mejor desempeño del gasto privado.

La fortaleza del consumo privado podría mantenerse en 1T19, a juzgar por el desempeño del gasto real de los hogares medido por Raddar, el cual registró un crecimiento de 4.3% en febrero, el más alto desde finales de 2015. No obstante, su dinamismo podría verse limitado por el persistente deterioro de la confianza de los consumidores, la cual volvió a registrar una caída en febrero, completando seis meses consecutivos de balances negativos. Cabe resaltar, sin embargo, que esto último podría verse condicionado por el debilitamiento de la correlación entre ambos indicadores² (Gráfico I.3), según lo cual la menor confianza no se traduciría en un menor gasto efectivo, como se observó a finales del año pasado.

Gráfico I.2. Importaciones de bienes de consumo (Trimestre móvil)

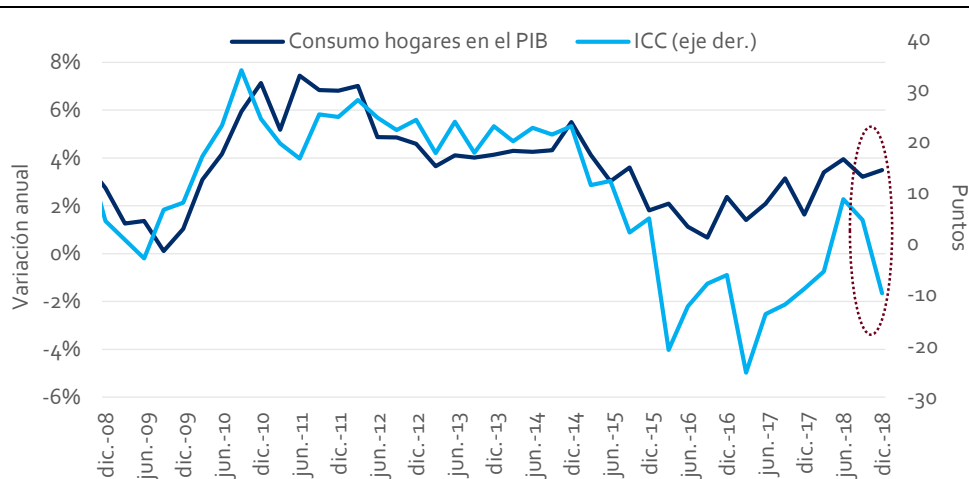


² La correlación entre el Índice de Confianza del Consumidor y el consumo privado en el PIB, en una ventana móvil de cuatro años, se ha reducido desde 0.86 a mediados de 2017 a 0.57 en la actualidad.

Fuente: Dane.

Asimismo, el continuo deterioro de la tasa de desempleo nacional –la cual alcanzó un nivel de 12.8% en enero–, explicado principalmente por un menor ritmo de crecimiento del empleo (ver “El divorcio empleo-PIB” en [Informe Especial – Marzo 4 de 2019](#)), podría mantenerse como un limitante para una aceleración adicional del consumo en los próximos meses.

Gráfico 1.3. Consumo privado vs. Índice de Confianza del Consumidor (ICC)



Fuente: Dane. Cálculos Corficolombiana.

› Inversión fija

Los indicadores relacionados con la dinámica de la inversión fija continúan indicando mejores perspectivas, aunque más moderadas frente a 4T18.

Por un lado, los indicadores relacionados con la actividad constructora sugieren una moderación en el ritmo de crecimiento de la inversión en este sector, la cual cerró 2018 con una recuperación importante (crecimiento de 3.1% en 2S18 vs caída de 1.7% en 1S18). En efecto, la producción y los despachos de cemento se desaceleraron en enero al registrar crecimientos de 2.2% y 1.0% respectivamente, inferiores a los reportados en diciembre del año anterior (6.8% y 1.0%).

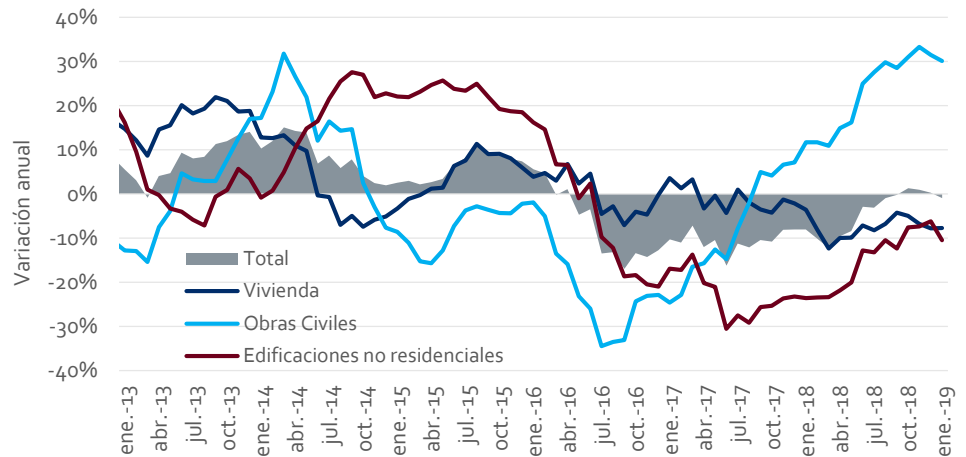
Por su parte, si bien la producción de concreto registró un leve crecimiento de 0.9% en enero, luego de dos meses consecutivos de caídas, este estuvo impulsado exclusivamente por la producción destinada a obras civiles, la cual se expandió 39%. La producción para los demás componentes, en contraste, registró una contracción de 9.5%, liderada por el subsector de edificaciones no residenciales. A pesar de este dato, la producción de concreto volvió a registrar resultados desfavorables en el trimestre noviembre-enero, retrocediendo frente a lo evidenciado en 4T18 (Gráfico 1.4).

En contraste, la dinámica reciente de las importaciones de bienes de capital para la industria continúa sugiriendo una mejor dinámica de la inversión en maquinaria y equipo, la cual representa cerca del 80% de la inversión fija diferente a construcción. En efecto, aunque las compras externas de dichos bienes registraron crecimientos

La inversión fija mantendría un comportamiento sólido en la primera parte de 2019, aunque más moderado frente al cierre de 2018.

promedio de 6.4% en dólares y 10.5% en pesos constantes, desacelerándose frente a 4T18 (13.5% y 16.7%, respectivamente), continúan en niveles superiores a los observados a principios del año pasado (Gráfico I.5).

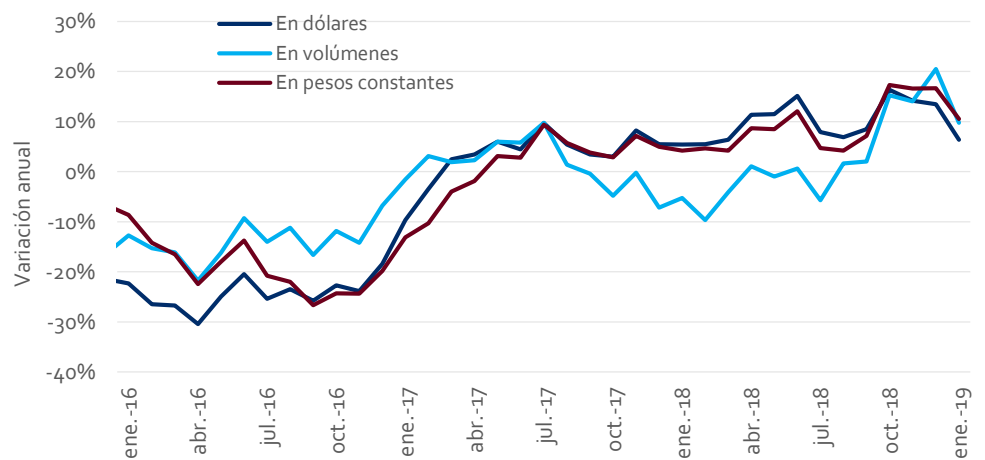
Gráfico I.4. Producción de concreto según destino (trimestre móvil)



Fuente: Dane

Asimismo, las perspectivas de inversión de los industriales apuntan a un mejor desempeño de la inversión fija en 2019. De acuerdo con la más reciente Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, el 65% de los encuestados aseguró que la inversión presupuestada para este año –en maquinaria, equipo y construcción– aumentaría respecto al año anterior, cifra que se compara favorablemente con el 58% que había respondido lo mismo a principios de 2018.

Gráfico I.5. Importaciones de bienes de capital* (trimestre móvil)



Fuente: Dane. *Para la industria

Las perspectivas para el sector industrial y petrolero siguen mejorando.

› Sectores

Los indicadores sectoriales también sugieren que el proceso de recuperación económico continuaría en 1T19, favorecido por el mejor comportamiento de la industria y el sector petrolero.

Los más recientes resultados de producción de petróleo a nivel local, señalan que el sector minero energético continuaría su proceso de recuperación en 1T19. En febrero, la producción de crudo ascendió a 892 mil barriles por día, lo que representó un incremento de 8.4% frente a la producción reportada el mismo mes de 2018 (823 mil barriles). Con este resultado, la producción petrolera local acumuló un crecimiento promedio de 6.4% en el primer bimestre del año, cifra notablemente superior al 2.6% observado en 4T18 (Gráfico I.6).

Igualmente, el sector industrial podría seguir fortaleciéndose en la primera parte de 2019, en línea con el desempeño de la producción industrial. Dicho indicador se aceleró de forma notable al registrar una expansión de 3.0% a/a en enero, recuperándose frente a lo reportado en diciembre de 2018 (-0.8%) y manteniéndose en niveles muy favorables frente a comienzos del año pasado. A pesar de lo anterior, la producción industrial presentó una expansión de 2.3% en el trimestre noviembre–enero, retrocediendo frente al 3.1% reportado en 4T18.

Las mejores perspectivas sobre el desempeño de la actividad manufacturera en 1T19, se ven igualmente soportadas por la evolución reciente de la confianza industrial. En efecto, el Índice de Confianza Industrial (ICI) de Fedesarrollo se ubicó en 6.3 puntos en enero, recuperándose notablemente frente a los balances negativos de noviembre y diciembre de 2018, y alcanzando su mayor valor desde septiembre de 2016 (Gráfico I.7).

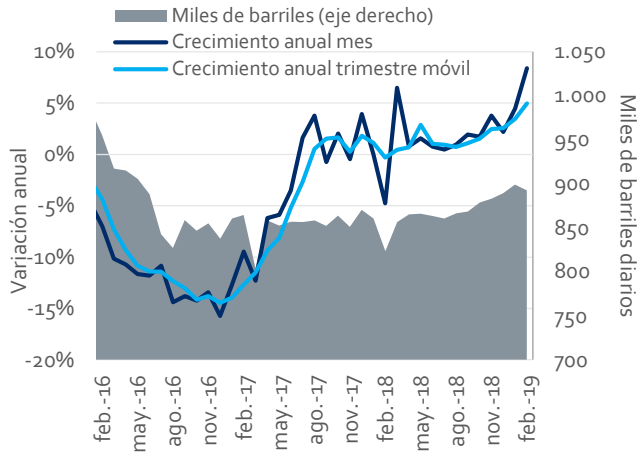
En marzo esperamos que la inflación anual retome una leve tendencia al alza y se ubique en 3.08%.

› Inflación

En febrero, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) continuó sorprendiendo a la baja, al registrar una variación de 0.57% m/m, significativamente inferior a nuestra expectativa y a lo esperado por el promedio de los analistas según la encuesta de BanRep (0.75% y 0.73% m/m). Con este resultado, la inflación anual continuó su proceso de convergencia a la meta y se ubicó en 3.01%, su menor nivel desde septiembre de 2014. Esta desaceleración estuvo explicada principalmente por un fuerte ajuste en la inflación de los bienes y servicios no transables, a lo cual se sumaron leves presiones por cuenta de regulados y transables (ver “Caminando sobre la meta” en [Informe de Inflación – Marzo 8 de 2019](#)).

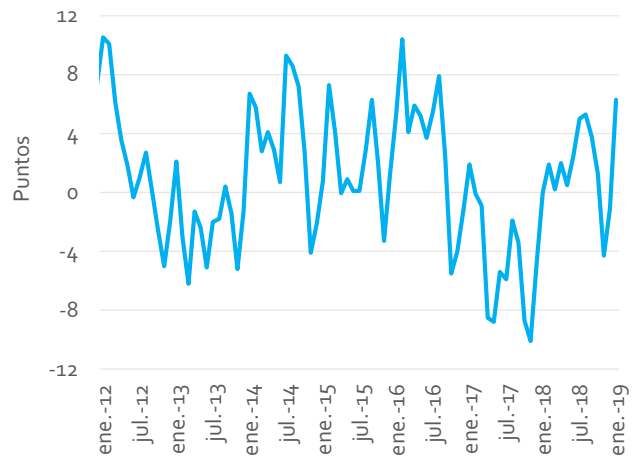
En marzo, esperamos que la variación mensual del IPC sea de 0.30% m/m, superior a la registrada en marzo de 2018 (0.23% m/m), con lo que la inflación anual retomaría una leve tendencia al alza y se ubicaría en 3.08%. Las presiones al alza por cuenta de incrementos en los precios de los alimentos, transables y regulados, serían contrarrestados parcialmente por un nuevo ajuste en la inflación de no transables.

Gráfico I.6. Producción de petróleo



Fuente: MinMinas

Gráfico I.7. Índice de Confianza Industrial (ICI)



Fuente: Fedesarrollo

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 3.0% real en febrero. Acelerándose 9 pbs con respecto al mes anterior.

El crecimiento de la cartera comercial e hipotecaria se mantuvo estable mientras que se aceleró en el caso de los créditos de consumo.

› Cartera de créditos: poco a poco

De acuerdo con la información disponible con corte a marzo 1 de 2019, la cartera real continuó su proceso de recuperación a ritmo moderado en febrero, aumentando 3.0% a/a³ durante el mes, acelerándose 9 pbs m/m y 23 pbs a/a. Así, la colocación alcanzó su mayor ritmo de crecimiento desde julio de 2018 **impulsada por el mayor crecimiento de la cartera de consumo** –se aceleró 24 pbs frente a enero y creció 6.4%– **y la estabilización del crecimiento de la cartera hipotecaria y de la cartera comercial.**

En efecto, el crecimiento de la cartera comercial (52.8% de la cartera total) se mantuvo en terreno levemente positivo por segundo mes consecutivo, en línea con la reducción de las tasas de esta modalidad y la incorporación más que proporcional (45 pbs por encima) del ciclo de reducciones de la tasa de referencia (Cuadro II.1).

Por su parte, la cartera de consumo (29.9% de la cartera total) alcanzó su mayor ritmo de expansión desde octubre del año pasado, en línea con la reducción mensual de la tasa de colocación y pese a la incorporación incompleta del ciclo de reducciones de la tasa de BanRep (139 pbs restantes).

Finalmente, pese a la estabilización en la dinámica de la cartera hipotecaria (14.5% del crédito total), esta se mantuvo como la modalidad con mejor desempeño desde febrero de 2016 (Gráfico II.1). Entre tanto, **las tasas de interés disminuyeron para la adquisición de vivienda no VIS mientras que se mantuvieron inalteradas para el segmento VIS.** De esta manera, el promedio de adquisición de vivienda aumentó 6 pbs entre enero y febrero. Cabe mencionar que esta modalidad tiene pendiente incorporar la mayor parte de las reducciones de BanRep (183 pbs faltantes).

Cuadro 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
1-feb-19	17.8	9.4	10.3	4.25	14.2	6.1	6.9	1.08
1-mar-19	17.3	9.2	10.3	4.25	13.7	5.8	7.0	1.08
Cambio mensual	-57	-22	6	0	-55	-21	6	0
Año corrido	48	24	-17	0	84	58	19	33
Anual	-90	-53	-30	-25	13	41	64	64

Fuente: BanRep. Cálculos Corficolombiana. La tasa hipotecaria corresponde al promedio de adquisición de vivienda..

³ En adelante, todos los crecimientos se referirán al crecimiento anual real del promedio móvil de cuatro semanas a menos que especifiquemos lo contrario.

Aún resta un espacio importante de incorporación del ciclo de reducciones en las tasas de las modalidades de consumo y vivienda.

Así, 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. Esta última podría acelerarse en la medida en la que mejoren sus indicadores de calidad.

› **Agregados monetarios**

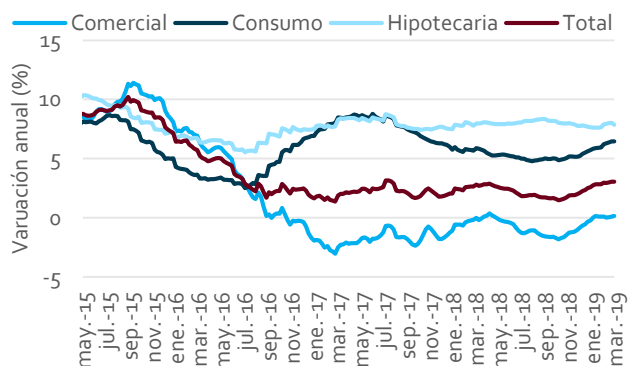
Se evidencian unas necesidades de liquidez elevadas, por lo que, por primera vez en más de 4 años, el Emisor tuvo que abrir varios plazos para las operaciones de expansión, y en estos momentos hay operaciones con cumplimiento en 14 y 90 días. La tasa efectiva para estas operaciones se calcula con un margen máximo sobre la tasa de BanRep de 0.959%. El pasado 19 de febrero empezaron dichas operaciones, para que coincidiera con cierre de periodo de bi-semana.

BanRep viene apoyando la liquidez del Sistema y abrió cupos de expansión con plazo a 14 y 90 días

Respecto a estas operaciones destacamos la sobredemanda para los nuevos plazos, lo que sugiere que el mercado espera que en el mediano plazo la liquidez siga baja. En el último cierre de bi-semana (a la fecha de publicación de este informe 19 de marzo) el cupo para el plazo a 14 días fue de 1 billón de pesos y evidencia la continuidad del apoyo del BanRep a la liquidez del sistema. Este monto para las operaciones de BanRep es elevado para un mes de marzo, en relación a años anteriores.

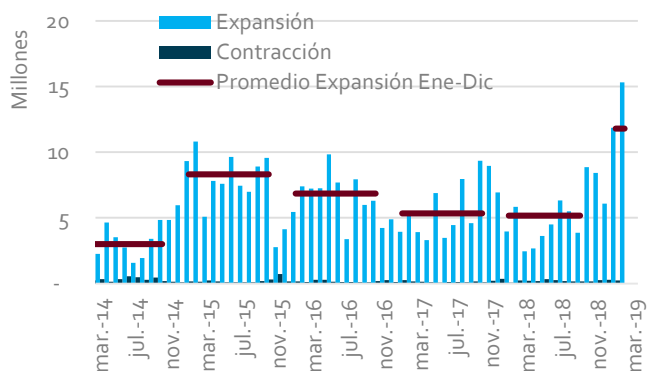
El ajuste en la liquidez obedece al cambio en la disponibilidad de recursos del Gobierno Nacional, medido como el balance en los recursos de la Dirección del Tesoro Nacional (DTN). En efecto, el saldo de DTN es de 26.9 billones de pesos, muy superior al nivel en el que cerró 2018 (8.9 billones). Este comportamiento señala prudencia en el desembolso de los recursos del Gobierno Nacional, en línea con la provisión de pagos y austeridad tras las necesidades de recursos faltantes del presupuesto general.

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



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

Gráfico II.2 Saldo promedio de operaciones repo en BanRep



Fuente: BanRep, Infovalmer. Cálculos Corficolombiana

Mercados Financieros

› Mercado Internacional

Ana Vera Nieto

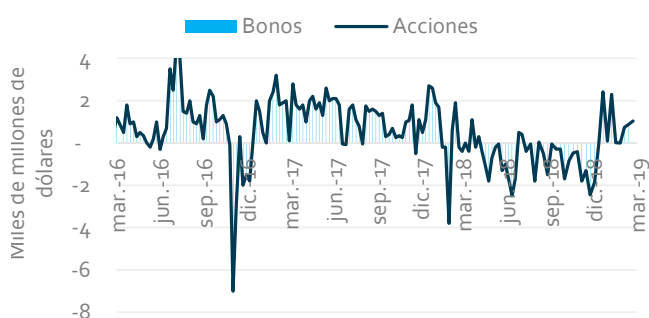
Especialista Renta Fija

Tel. (571) 3538787 Ext. 6138

ana.vera@corficolombiana.com

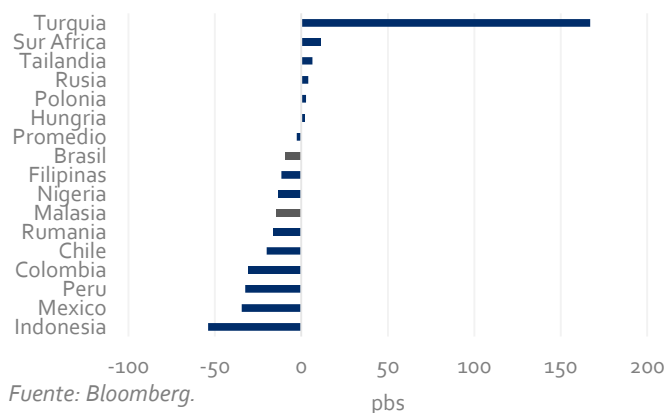
A nivel global, los activos de renta fija han tomado valor tras anuncios de los principales bancos centrales de mantener una política monetaria expansiva por un plazo prolongado (ver “Contexto Externo y Cambiario” de este informe). Se han reactivado los flujos de fondos hacia bonos de países emergentes (Gráfico III.1) favoreciendo algunas ganancias en países como Indonesia, México, Perú, Colombia y Chile (Gráfico III.2).

Gráfico III.1. Flujos de fondos de inversión globales a bonos de economías emergentes



Fuente: Bloomberg

Gráfico III.2. Variación febrero 2019 a hoy de la tasa de los bonos soberanos de países emergentes

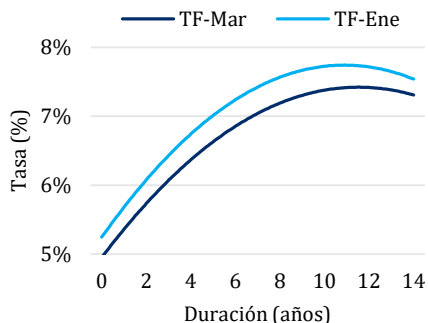


Fuente: Bloomberg.

› Mercado local

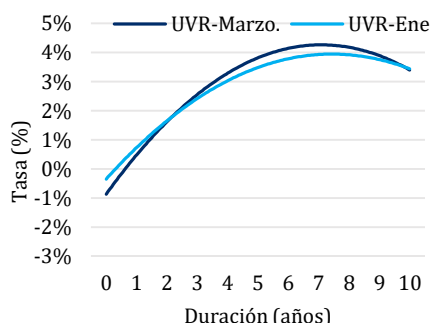
En el mes de marzo, tras el menor dato de inflación esperado por el mercado (ver “Actividad Económica” de este informe) además de una posición de apoyo a la economía por parte de los principales bancos centrales del mundo, la deuda pública presentó un buen comportamiento con valorizaciones significativas en TES tasa fija (Gráfico III.3) y TES en dólares (Gráfico III.5), mientras que los títulos en UVR en promedio se

Gráfico III.3. TES tasa fija



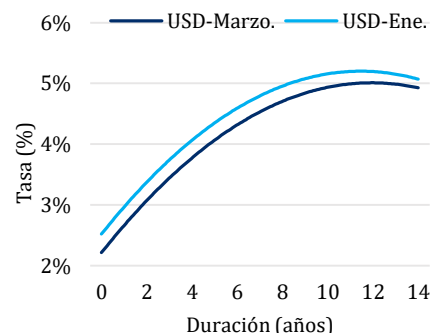
Fuente: Bloomberg. Cálculos Corficolombiana

Gráfico III.4. Tes UVR



Fuente: Bloomberg. Cálculos Corficolombiana

Gráfico III.5. TES en dólares

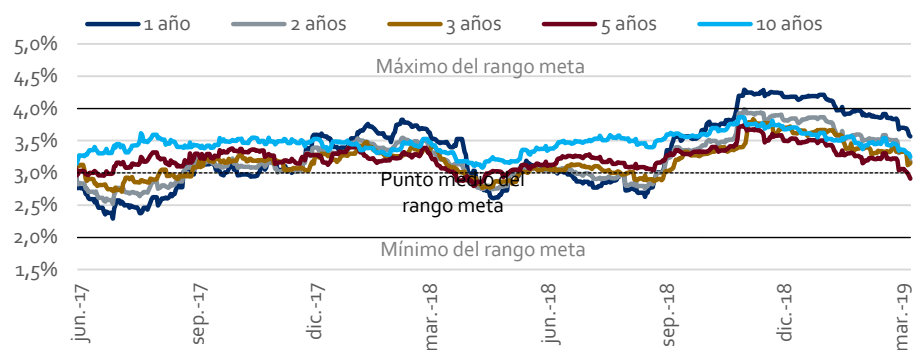


Fuente: Bloomberg. Cálculos Corficolombiana

mantuvieron estables, con ganancias corto plazo pero correcciones al alza en títulos de largo plazo .

Teniendo presente el buen desempeño de los mercados de deuda se han presentado correcciones en las expectativas implícitas de inflación, medidas a través de los títulos de deuda pública, que disminuyeron 35 pbs en el último mes (Gráfico III. 6). 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.

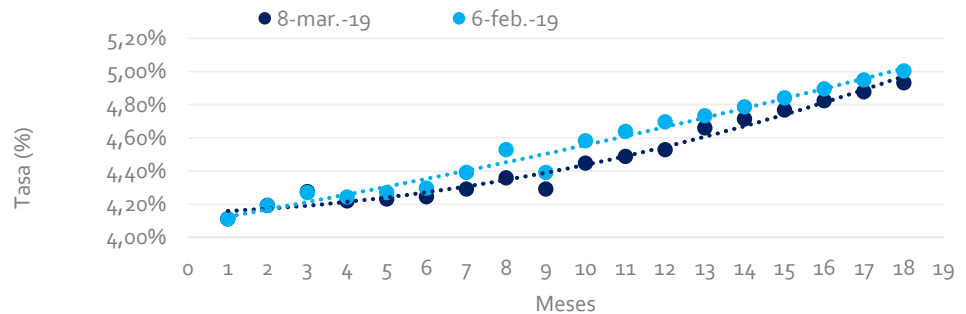
Gráfico III. 6. Inflaciones implícitas (curva TES cero cupón)



Fuente: Infovalmer, Cálculos Corficolombiana

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. 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 9 meses, es decir que no esperarían cambios de tasas de interés en el año 2019 (Gráfico III.7).

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



Fuente: Bloomberg (TDCO), cálculos Corficolombiana

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

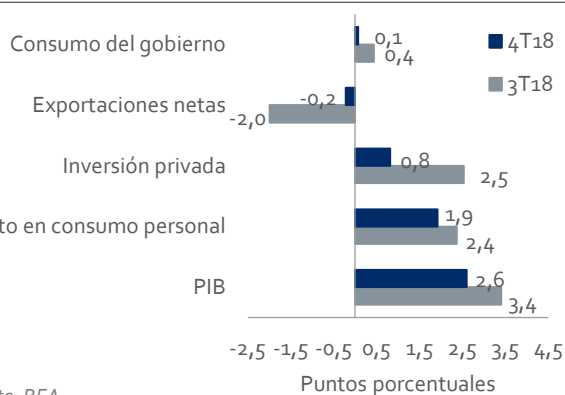
cristhian.cruz@corficolombiana.com

En lo corrido de 2019 las perspectivas de la economía mundial se han deteriorado significativamente y han motivado al Fondo Monetario Internacional (FMI) y a la OECD, junto con varios bancos centrales, a recortar sus pronósticos de crecimiento económico para este y el próximo año, reduciendo de esta forma las expectativas de una normalización monetaria a nivel mundial (ver “Un mundo distinto” en [Informe Semanal – Marzo 4 de 2019](#)). Bajo este contexto, la incertidumbre en torno al futuro del *Brexit*; el avance en las negociaciones para un acuerdo comercial entre EEUU y China; junto con una moderación en las presiones inflacionarias, han sido algunos de los factores más relevantes para los mercados desde la reunión del 31 de enero de BanRep.

En **EEUU** el crecimiento de la economía se desaceleró menos de lo estimado en 4T18, tras un incremento en la acumulación de inventarios, y una sorpresa al alza por parte de las exportaciones (Gráfico IV.1); mientras que las presiones inflacionarias se moderaron en febrero, lo que evidencia una menor presión por parte de la demanda y menores expectativas de inflación por parte del mercado. De esta manera, **la Fed en su reunión de ayer mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia en un rango entre 2.25% - 2.50 y ratificó una postura más paciente y dependiente de los datos frente a futuros incrementos de tasas**. Adicionalmente, sorprendió que la mayoría de miembros de la Fed revisaron sus pronósticos de tasa de interés para los próximos tres años, de manera que **ahora no ven incrementos este año y esperan sólo un incremento en 2020 (Gráfico IV.2)**. Con respecto a su hoja de balance, el FOMC anunció que dejará de reducirlo en septiembre de este año, con el objetivo de mantener un nivel de reservas de largo plazo consistente con una implementación efectiva y eficiente de la política monetaria.

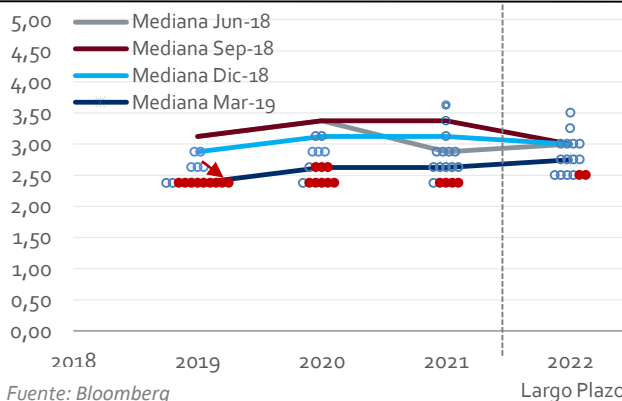
En **Europa** la economía de igual forma se desaceleró en 4T18, en línea con la menor inversión fija y la debilidad que exhibió la producción industrial –especialmente Alemania-, sin embargo algunas publicaciones del último mes reflejarían una recuperación en 1T19, que estaría impulsada por el sector de servicios y la demanda doméstica. Por el lado de la inflación, si bien el repunte de los salarios finalmente se está

Gráfico IV. 1 Contribuciones al crecimiento del PIB en EEUU



Fuente: BEA

Gráfico IV. 2 Proyecciones de la tasa de interés de la reunión de marzo



Fuente: Bloomberg

manifestando en una presión al alza sobre el nivel general de precios, la inflación núcleo no ha logrado repuntar, y se encuentra aún por debajo del objetivo del Banco Central Europeo (BCE) de 2% (Gráfico IV.3). De esta manera, el **BCE mantuvo sus tasas de interés inalteradas en su última reunión, y anunció que las conservaría en este nivel por lo menos hasta finales de 2019**, mientras que introdujo una nueva fase de operaciones de liquidez de largo plazo (TLTROs-III) que será implementada a partir de septiembre de este año.

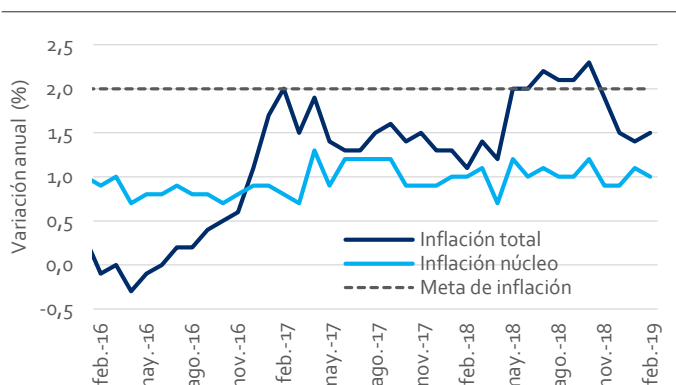
En **Inglaterra**, si bien la inflación se sitúa aún por debajo de la meta del Banco de Inglaterra (BoE), los datos y las crecientes expectativas de inflación serían consistentes para una subida de tasas este año, sin embargo **la incertidumbre en torno al Brexit no ha permitido al BoE trazar una hoja de ruta clara para este año**.

En **Japón**, el Banco de Japón (BoJ) mantuvo inalterada su política monetaria en su última reunión, sin cambios relevantes en su forward guidance o en la evaluación de la economía japonesa, sin embargo recalcó un deterioro en las perspectivas de la economía a nivel mundial, tras la mayor incertidumbre política y las menores volúmenes de exportaciones globales.

En **China** la economía continuó desacelerándose en 4T18, y registró el menor crecimiento desde 2009, en línea con un deterioro del comercio minorista y un menor impulso de la inversión; mientras que la inflación se desaceleró por cuarto mes consecutivo, y tocó mínimos desde enero de 2018, lo que evidencia la debilidad de la demanda interna, junto con una disminución en los precios de los alimentos. Ante esto, el **Banco Popular de China (PBoC) redujo el ratio de requerimiento de reservas objetivo en 15 pbs** luego de realizar este año una reducción en el ratio de requerimiento de reservas amplio de 100 pbs, con el objetivo de continuar estimulando la economía.

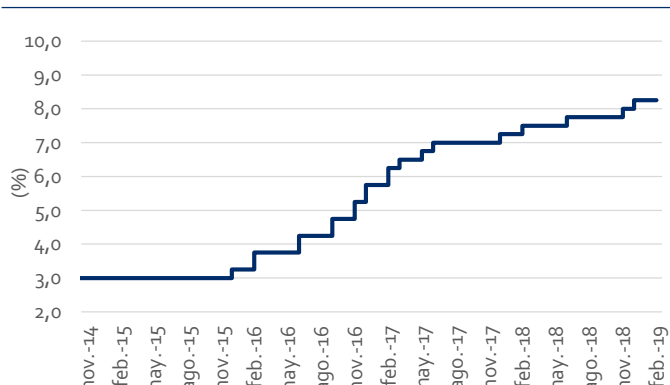
En **América Latina**, en los últimos meses la inflación ha traído consigo sorpresas a la baja, especialmente México y Brasil, tras menores presiones por parte de los alimentos, energía y sector retail; mientras los datos de crecimiento han estado ligeramente negativos. Frente a esto, **el Banxico (Gráfico IV.4), el Banco Central de Brasil (BCB), junto con el Banco Central de Perú (BCRP) no realizaron cambios en su política**

Gráfico IV.3 Inflación de la Eurozona



Fuente: Bloomberg

Gráfico IV.4 Tasa de interés de referencia Banxico



Fuente: Bloomberg

monetaria, mientras se preparan para un retiro más lento del esperado de la liquidez a nivel mundial.

› *Tasa de cambio y materias primas*

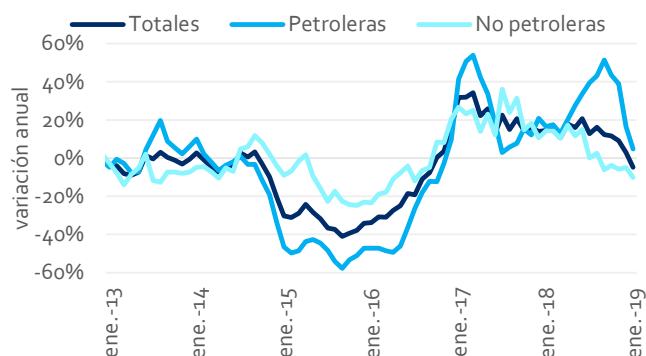
El peso colombiano evoluciona en línea con la mayoría de monedas emergentes, y se beneficia de la menor fortaleza global del dólar. Asimismo, tanto la tendencia alcista en el precio del crudo en lo corrido del año, como la reducción en las primas de riesgo apoyan la apreciación de la moneda. El mecanismo adoptado por el Banco de la República (BanRep), tendiente a aumentar su posición de reservas internacionales, limita la revaluación de la moneda. En efecto, las subastas de opciones *put* de venta permite a los tenedores de estos instrumentos vender dólares al BanRep por encima del valor de mercado. **En ese sentido, el peso colombiano se cotiza cerca de 3,100 pesos, lo que supone una apreciación del tipo de cambio en lo corrido del año alrededor de 4.3% frente al cierre de 2018.**

La cotización internacional del petróleo sigue una tendencia alcista desde comienzo de año. Así, el precio ya se ubica cerca de 68 dólares por barril (dpb) y 60 dpb, en las referencias Brent y WTI respectivamente. Esto explicado principalmente por la política adicional de recortes que adoptó la OPEP, más un grupo de países externos, desde el mes de enero, y que supone reducciones de 1.4 millones de barriles diarios (bpd). **Esta directriz del cartel hace contrapeso tanto a la creciente producción norteamericana –cercana a los 12 millones de bpd–, así como a los efectos adversos de la debacle venezolana;** es decir, la estrategia de la OPEP se ha focalizado más en estabilizar los precios que en influir sobre la tendencia. Por su parte, las expectativas de choques de demanda han disminuido en la medida que la ralentización de la economía global no modifica en demasía las proyecciones de consumo.

Las cifras de Balanza de Pagos publicadas por BanRep a comienzos de marzo indican que el déficit en Cuenta Corriente fue de 3.8% del PIB para el 2018. Esto es 0.5 puntos porcentuales (p.p.) por encima del registrado en 2017 y se explica principalmente por un aumento de los egresos por rentas factoriales y del déficit en la balanza comercial y de servicios, aunque compensado por el aumento de transferencias netas. Por su parte, el superávit en Cuenta Financiera fue de 3.6% del PIB, superior en 0.5 p.p. frente al dato de 2017 (ver “Mercado cambiario” en [Informe Semanal – Marzo 4 de 2019](#)).

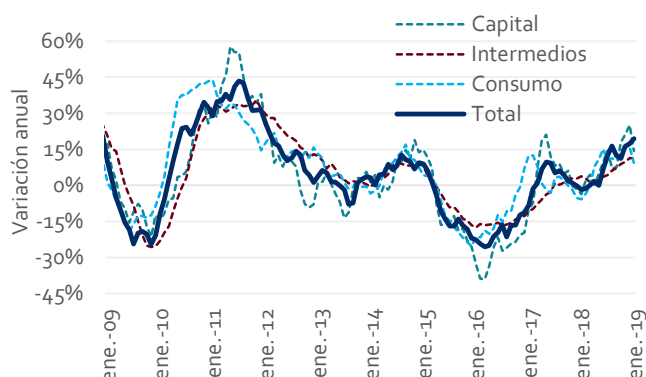
Aun cuando la expectativa un par de meses atrás era de continuación en la senda de corrección del déficit en Cuenta Corriente, **el mayor desbalance comercial dificultó ese proceso** –el aumento tanto en los egresos factoriales como de ingresos de transferencias, estuvo en línea con proyecciones previas– (ver “Presión externa” en Informe Semanal – [Febrero 11 de 2019](#)). En efecto, el déficit comercial de bienes aumentó 745 millones de dólares para el periodo señalado. Lo anterior, como resultado de un incremento anual de 5,385 millones de dólares en el valor de las importaciones –aun cuando el aumento fue generalizado, se destaca el crecimiento de las compras externas de insumos y bienes de capital (22.1%)–, aunque compensado por mayor valor de las exportaciones de 4,640 millones de dólares, particularmente las petroleras.

Gráfico IV.5 Exportaciones (promedio móvil tres meses)



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana

Gráfico IV.6 Importaciones (promedio móvil tres meses)



Fuente: DANE. Cálculos: Corficolombiana

Con la información más reciente de comercio internacional, se infiere que probablemente la presión externa continuará. Durante enero, las exportaciones colombianas de bienes tuvieron un decrecimiento anual (a/a) de 7.8% –el promedio móvil tres meses varió negativamente 4.8% a/a–, para ubicarse en 3,064 millones de dólares FOB. En general, la contracción es explicada por el menor volumen exportado de carbón, así como por una caída en el precio de exportación del crudo colombiano. Por su parte, las importaciones de bienes siguieron acelerando su marcha y se ubicaron en 4,302 millones de dólares CIF, 10.1% superior al dato de enero de 2017. Esto, explicado principalmente por las compras externas de bienes intermedios industriales – contribución de 6.1 puntos porcentuales (p.p.)– y de bienes de capital –3.1 p.p.–.

Finalmente, aun cuando en la pasada reunión los miembros de la Junta del BanRep ya incorporaban un probable deterioro de la Cuenta Corriente en 2018, la materialización de este evento modificará la matriz de riesgos de la entidad para las siguientes reuniones. **A pesar de lo anterior, no creemos que el BanRep modifique su guía de política monetaria por cuenta de esta fuente de vulnerabilidad económica.** En ese sentido, las perspectivas de financiación del déficit mediante aumentos en la Inversión Extranjera Directa, así como la ampliación de las reservas internacionales del país, reducen presión sobre el Emisor.

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

Esperamos que **BanRep deje inalterada la tasa de interés en 4.25% en su reunión de mañana, completando un año de estabilidad**, ciclo similar al observado a finales de 2014 cuando la tasa se mantuvo en 4.50% durante doce meses consecutivos. Los mejores datos de inflación en los últimos tres meses, junto con la consolidación del proceso de recuperación económica en 2018 y las mejores perspectivas para 2019, así como un panorama internacional de mayor liquidez son los principales factores que refuerzan nuestro pronóstico.

Por un lado, las noticias en materia de inflación continúan siendo muy positivas. El nivel general de precios ha registrado un comportamiento mejor al esperado en los primeros meses de 2019, sosteniendo su convergencia hacia el punto medio del rango meta y reduciendo aún más las presiones para futuros incrementos de tasas. Cabe resaltar que la corrección de la inflación observada desde finales de 2018, ha estado explicada en su mayoría por el comportamiento de los componentes asociados a la demanda (en especial los no transables), lo que se refleja en el fuerte descenso que han registrado las distintas medidas de inflación básica.

Si bien lo anterior sugiere que las presiones por el lado de la demanda se mantienen bajas y controladas, en los próximos meses esperamos que se materialicen algunos riesgos al alza que alejen un poco la inflación del 3.0%. En particular, esperamos que a partir de marzo la inflación retome una leve tendencia al alza y se ubique en 3.08% a/a, 7 puntos básicos (pbs) por encima de lo observado en febrero. Lo anterior, producto de presiones al alza por cuenta de los precios de los alimentos, y en menor medida de los bienes y servicios transables y regulados.

Sobre este punto cabe resaltar que, si bien seguimos viendo riesgos al alza, **los últimos datos han incrementado de forma importante la probabilidad de que la inflación termine el año por debajo de 3.5%, lo que refuerza el sesgo a la baja sobre nuestro pronóstico de 3.8%. Lo anterior, genera más espacio para que BanRep mantenga**

Cuadro V.1. Proyecciones de Inflación (%)

		Total	Sin Alimentos
Marzo 2019 mensual	Corficolombiana	0.30	0.31
	Encuesta BanRep	0.32	0.30
Marzo 2019 anual	Corficolombiana	3.08	3.17
	Encuesta BanRep	3.10	3.17
Diciembre 2019 anual	Corficolombiana	3.80	3.60
	Encuesta BanRep	3.23	3.14

Fuente: Banco de la República. Cálculos Corficolombiana

inalterada su tasa de intervención en 4.25% durante un período de tiempo más prolongado, lo que nos lleva a tener un ligero sesgo hacia que se den menos de los dos incrementos que estamos esperando en 2S19. El mercado también ha reducido sus expectativas de movimientos de tasas en 2019 ante los mejores datos de inflación. En efecto, la curva de tasas implícitas de los Swaps IBR sugiere que el mercado no espera ningún movimiento este año (ver “Mercados Financieros” en este informe).

Nuestro sesgo de que los dos incrementos que esperamos en julio y septiembre (de 25 pbs cada uno) se puedan aplazar, se estaría viendo soportado igualmente por un escenario internacional en el cual se ha debilitado de forma importante la expectativa de normalización monetaria en los países desarrollados, lo que significa un retiro de liquidez más lento de lo esperado a finales del año anterior (ver “Un mundo distinto” en [Informe Semanal Marzo 4 – 2019](#), y “Contexto Externo y Cambiario” en este informe).

Los resultados en materia de crecimiento también han sido favorables y han confirmado la consolidación del proceso de recuperación de la economía local, en línea con lo esperado por la autoridad monetaria y los distintos analistas económicos. Asimismo, los indicadores líderes sugieren que la demanda interna continuaría fortaleciéndose en 2019, favorecida por una relativa estabilidad en el consumo de los hogares y mejores perspectivas para la inversión (ver “Actividad Económica” en este informe). A pesar de lo anterior, la economía continuaría creciendo por debajo de su potencial, por lo que consideramos oportuno que BanRep mantenga el estímulo monetario actual en los próximos meses.

Adicionalmente, cabe resaltar que la mayor dinámica de la demanda interna ha redundado en un elevado dinamismo de las importaciones, mientras que las exportaciones mantienen crecimientos moderados, situación que ha generado preocupaciones por una nueva ampliación del déficit externo. Si bien BanRep ya ha venido incorporando dicho riesgo en sus discusiones y por el momento no creemos que este sea un elemento determinante para modificar las decisiones de política monetaria, si es un factor que incidirá en el balance de riesgos considerado por la Junta en las próximas reuniones (ver “Contexto Externo y Cambiario” en este informe).

Equipo de investigaciones económicas

Jose Ignacio Lopéz

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6165

jose.lopez@corficolombiana.com

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

Asistente de 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

Roberto Carlos Panigua Cardona

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

Sergio Andrés Consuegra

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-1) 3538787 Ext. 6197

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.