

# INFORME DE GESTIÓN

20  
18



# INFORME DE GESTIÓN



20  
18

## Desarrollo del Informe

**2018**

*En el desarrollo de este informe, se identificaron los aspectos más relevantes de nuestra gestión durante 2018, teniendo cuenta de los logros alcanzados, y el cumplimiento de los objetivos definidos en el plan estratégico.*

# TABLA DE CONTENIDO

---

01

## PANORAMA ECONÓMICO GLOBAL

05

- EDITORIAL • 06
- 2019 EL ENIGMA SE IRÁ DESCUBRIENDO • 08
- ENTORNO MACROECONÓMICO GLOBAL • 10
- ECONOMIAS AVANZADAS- LA VELOCIDAD DE CRUCERO SE REDUCE • 31
- ECONOMIAS EMERGENTES – PERSPECTIVAS Y RIESGOS • 45
- COLOMBIA 2019 • 68
- PANORAMA Y PERSPECTIVAS EN EL MERCADO DE RENTA VARIABLE • 82

02

## ACCIONES Y VALORES

94

- GESTIÓN EN MERCADO BURSÁTIL • 96
- GESTIÓN EN MERCADO MASIVO • 98

03

## NEGOCIO CONJUNTO Y MERCADO BURSÁTIL

102

- NEGOCIO CONJUNTO • 101
- MERCADO BURSÁTIL • 101

# 04

## INFORMACIÓN ADICIONAL

103

- LEY 603 DE 2000 • 104
- LEY 1676 DE 2013 • 104
- ART. 446, CÓDIGO DE COMERCIO • 104
- PAGO A DIRECTIVOS • 105
- RESPONSABILIDAD SOCIAL • 106
- EFFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFFECTIVO EN MONEDA EXTRANJERA • 106
- INVERSIONES A VARIACIÓN PATRIMONIOAL CON CAMBIOS EN EL ORI • 107

# 05

## GESTIÓN DE RIESGOS

110

- GESTIÓN DE RIESGO DE MERCADO • 112
- GESTIÓN DE RIESGO DE CONTRAPARTE • 115
- GESTIÓN DE RIESGO DE LIQUIDEZ • 117
- GESTIÓN DE RIESGO OPERATIVO • 149
- GESTIÓN DE LAVADO DE ACTIVOS Y FINANCIACIÓN DEL TERRORISMO • 144

01

# PANORAMA ECONÓMICO GLOBAL



# EDITORIAL



El panorama positivo imaginado al final de 2017 ha demostrado en parte ser válido en 2018, lo que supone que la economía global alcanzará una dinámica de crecimiento muy similar a la lograda en 2017 (3.7%). Observamos un patrón de crecimiento sincronizado en todas las regiones. La Eurozona continúa en un camino de recuperación de la actividad económica, aunque a un ritmo más lento, mientras EE.UU. se acelera como consecuencia del estímulo fiscal. Las economías emergentes – EM- han continuado mejorando constantemente con algunas excepciones notables. El empuje del PIB global perderá ritmo en 2019 respondiendo a los picos del ciclo económico en algunos países, la pérdida del impulso derivado del estímulo fiscal estadounidense, la continuidad de la restricción monetaria de la FED y el crecimiento económico lento de China. Bajo este panorama el espacio para errores de política es limitado.

Las amenazas del presidente Trump, se hicieron realidad bajo esta administración de los EE.UU. en asuntos comerciales. En una disputa por la supremacía económica mundial en mayo vimos las medidas de la política comercial de EE.UU. como un primer signo de una inminente guerra comercial. Desde entonces, las tarifas anunciadas se han implementado y China tomó represalias. El país norteamericano anunció aranceles sobre USD 200 mil millones de importaciones chinas, lo que desencadenó la esperada respuesta “tit-

for-tat” del país asiático. Se está considerando elevar los gravámenes arancelarios desde 10% al 25% sobre los USD 267 mil millones restantes de las importaciones procedentes de China tan pronto finalice el periodo de tregua de 90 días, al que llegaron los mandatarios de las dos economías más grandes del mundo bajo el marco de la cumbre del G-20, en caso de no lograr un acuerdo. Sin lugar a duda, el avance de la guerra comercial será negativo tanto para las partes involucradas como las que no.

Como si fuera poco, la administración estadounidense decidió retirarse del acuerdo multilateral diseñado para contener las ambiciones nucleares iraníes. Si bien esa retirada es una señal fuerte del unilateralismo estadounidense que amenaza el orden global, y aumenta la incertidumbre geopolítica, su impacto económico está en la restauración y el refuerzo de las sanciones estadounidenses en contra de Irán entre las que se destacan una restricción a la producción de crudo. Las exportaciones de petróleo de Irán pueden acercarse a los 2 millones de barriles por día. Esta cifra se suma a una implosión del suministro en Venezuela, un país en desorden y una interrupción en la producción de Libia. Teniendo en cuenta que la OPEP y Rusia no están dispuestas, y EE. UU. no puede aumentar la oferta lo suficiente, vimos en 2018 un aumento adicional en el precio del petróleo, que alcanzó los USD 85 por barril en su

referencia Brent a principios de octubre, casi el doble del nivel registrado a mediados de 2017. Justo después de la publicación del World Economic Outlook WEO de octubre publicado por el FMI, los precios del petróleo volvieron a corregir debido a que tanto el panorama de crecimiento mundial como el de demanda del commodity lucen más débiles respecto a lo anunciado en el mes de abril. Esta tendencia bajista fue reforzada por los acostumbrados trinos del presidente Trump en los que sugería que la OPEP debía aumentar la producción asegurando que los precios aún se encontraban artificialmente altos.

Varias economías emergentes entraron en una situación desesperada tras las fuertes depreciaciones de sus monedas. Argentina fue el primer país en perder confianza durante el verano, lo que llevó a un programa récord de rescate por Us\$57 mil millones de dólares del FMI. Turquía siguió después de que su economía se sobrecalentara debido a un estímulo fiscal mal dirigido. Las alzas en las tasas de interés del banco central han ayudado hasta ahora a evitar un giro al FMI, pero la situación sigue siendo frágil. Estas crisis han tenido un contagio limitado a otros países, pero son advertencias para otros mercados emergentes, en el entendido de que una mala formulación de políticas domésticas

puede provocar rápidamente un desastre a medida que la situación económica mundial se vuelva más desafiante.

Europa también es cada vez más vulnerable a los errores políticos. Italia, el tercer país más grande de la eurozona, amenazó con desafiar las normas al presentar un déficit fiscal cuatro veces mayor de lo acordado, donde la racha de gastos subyacente del gobierno populista fue apoyada por una mayoría del electorado italiano. Sin embargo, en un intento de evitar sanciones económicas por parte de la Comisión Europea el gobierno italiano redujo su proyección de déficit fiscal para 2019 y recortó su previsión de crecimiento a 1%; mientras que la deuda seguiría estando cerca del 130%. Además de esto, la amenaza de una falta de acuerdo “Brexit” aumenta a medida que el tiempo se acaba.

Durante el verano, se han acumulado varias nubes impulsadas por políticas que amenazan la economía global. La incertidumbre ha aumentado notablemente y la perspectiva global es ahora más retadora, por lo que no hay espacio para más errores de política.

Wilson Tovar García

Economista

# 2019 EL ENIGMA SE IRÁ DESCUBRIENDO



Tras una sólida expansión en 2017 el impulso económico global se ha mantenido en 2018, pero se espera que pierda fuerza en 2019. Los riesgos surgen especialmente a raíz del despliegue de la guerra comercial entre EE.UU. y China.

La mala formulación de políticas ya se ha traducido en crisis en varias EM por lo que un mayor proteccionismo, así como políticas populistas pueden tener un impacto global.

## ■ Destacados

- Esperamos que el crecimiento del PIB mundial se mantenga cerca al 3.7% en 2018, en línea con la dinámica alcanzada en 2017. En 2019, prevemos que la economía mundial reduzca el ritmo tímidamente al 3.5%.
- La economía de EE.UU., con sólidos fundamentales impulsados por el estímulo fiscal, se expandirá un 2,9% en 2018, antes de que llegue al 2,5% en 2019.
- La economía de la eurozona continuará enfriándose a medida que el crecimiento cae de 2% en 2018 hasta 1.7% en 2019. La actividad del Reino Unido muestra un menor ritmo de expansión y crecería 1.36% este año, pero se espera que continúe siendo resistente en 2019 con 1.5%, en caso de que el Brexit se materialice de manera ordenada.
- El crecimiento del PIB en las economías de mercados emergentes (EM) se mantendrá en 4.6% en 2018 y 2019. Asia emergente seguirá siendo el líder del crecimiento, pero está perdiendo ritmo y presentará un crecimiento del 6.3% en 2019 desde el 6,5% en 2018. Europa del Este también está perdiendo impulso, mientras que se prevé que el África subsahariana experimenten aceleraciones moderadas en 2019.
- En América Latina prevemos que el ritmo de crecimiento continuará mejorando a niveles cercanos al 1.7% el próximo año desde un 0.7%, en parte limitado por la difícil coyuntura de países como Argentina, Ecuador y Venezuela.

Las expectativas de crecimiento global positivas podrían estar seriamente afectadas a la baja por los riesgos especialmente derivados de la guerra comercial entre EE.UU. y China. La creciente incertidumbre podría tensar la inversión global, un determinante importante del comercio internacional. En efecto, el comercio global reducirá su dinámica de una notable expansión del 4.6% en 2017 al 3.7% en 2018, y una desaceleración adicional del 3.0% en 2019.

Nuestra perspectiva global es cautelosa, aunque los riesgos a la baja continúan aumentando. El riesgo más prominente es el de una proliferación global de la guerra comercial entre EE.UU. y China, seguido de la política de la Fed, que podría frenar la actividad económica de los EE.UU. causando una gran turbulencia financiera a expensas de las EM. Otros riesgos tienen que ver con, una corrección del mercado financiero; la continua volatilidad en el precio del petróleo; un aterrizaje brusco de la economía China; una anticipación del Taper Tantrum en Europa; una desacumulación inesperada del Banco de Japón; Un desapalancamiento financiero en China; y Riesgos geopolíticos.

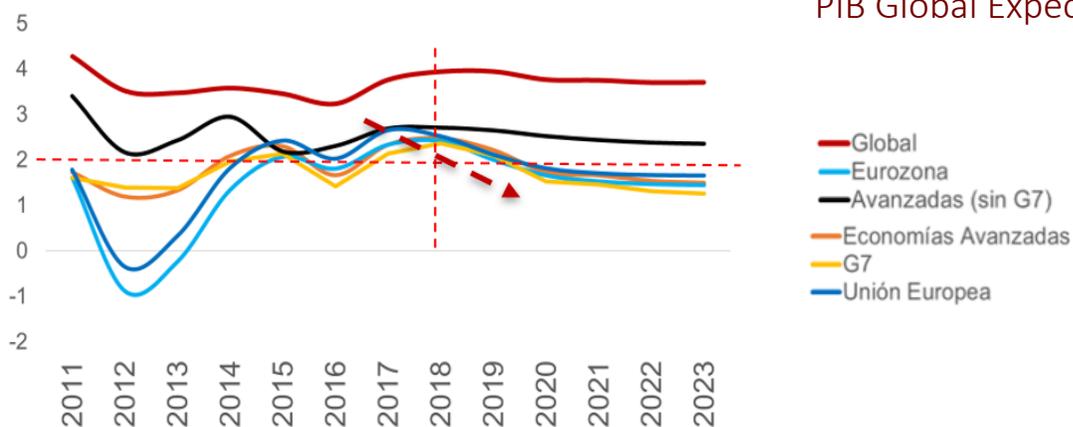
A pesar de un brillante desempeño de la economía de los EE.UU. impulsado por el estímulo fiscal, se espera un enfriamiento en 2019, por lo que errores de política monetaria o comercial, podrían hacer que esa desaceleración se profundice. La incertidumbre política en la Eurozona también está nublando cada vez más su perspectiva estable, debido a las elecciones parlamentarias en Europa y el “Brexit” del Reino Unido. Asia está perdiendo impulso a medida que el crecimiento en China y el comercio mundial disminuyen. En general, las perspectivas para las Economías Emergentes – EM- se mantienen positivas para 2019, pero las debilidades idiosincrásicas y la vulnerabilidad en curso a los desarrollos externos continúan nublando las perspectivas de los países. Las salidas de capital y las importantes depreciaciones de sus monedas experimentadas este año son evidencia de esto, y a medida que se deterioran las condiciones del comercio mundial, estos mercados dependen más de economías domésticas fuertes y de políticas estables. En línea con la heterogeneidad de los países, las consecuencias de la guerra comercial que se desarrolla y la política interna son muy diferentes.

# ENTORNO MACROECONÓMICO GLOBAL



La aceleración del crecimiento del PIB mundial desaparece y se revierte. Se pronostica que el crecimiento del PIB mundial aumentará a 3.7% en 2018 antes de moderarse levemente a 3.5% en 2019.

Esto marca una desaceleración más rápida el próximo año de lo que se esperaba en el 1S18.



GRÁFICA 1  
PIB Global Expectativas

Si bien el número subyacente sigue siendo positivo, claramente existen riesgos que se posicionan. El desarrollo de la guerra comercial entre EE.UU. y China crea incertidumbre, especialmente para las empresas. Tiene un impacto negativo en la recuperación incipiente de las inversiones, que a su vez está ejerciendo presión sobre el crecimiento del comercio. Pese a que hasta ahora el

comercio luce saludable contra las tendencias proteccionistas, es posible que parte de ese dinamismo corresponda a decisiones anticipadas de los empresarios que no necesariamente deberían mantenerse en 2019.

Además, si bien la economía mundial aún está respaldada por condiciones de financiamiento favorables, se está

empezando a sentir el endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal de los EE.UU. Esto es, particularmente cierto para una serie de economías de mercados emergentes (EM) afectadas por la depreciación de la moneda; las cuales también son impulsadas por problemas de políticas específicas de cada país, como Turquía y Argentina. Mientras tanto, la incertidumbre política también ha seguido creciendo, especialmente en Europa. Esto no solo está relacionado con el Brexit, sino con la incertidumbre respecto al cumplimiento de la nueva propuesta de presupuesto del gobierno populista italiano, que no solo pueden descarrilar la modesta recuperación regional, sino que también pueden amenazar la estabilidad financiera en la zona euro. Estos problemas establecen que nuestras previsiones cautelosas permanecerán rodeadas de un alto nivel de incertidumbre.

Los datos de 2018 confirman que el crecimiento del PIB mundial se está fortaleciendo levemente, con marcadas diferencias regionales. Para el líder del crecimiento del PIB mundial, Asia emergente, el crecimiento del PIB es estable en un nivel alto (6.5%), con una aceleración del crecimiento del PIB de India que compensa la desaceleración de China. En Europa del Este, un modesto

aumento del crecimiento ruso a raíz del incremento en los precios del petróleo ayuda a compensar la caída en Turquía, manteniendo las cifras de crecimiento de la región en general sin cambios.

Vemos particularmente cambios considerables en la Eurozona, EE.UU. y América Latina, en comparación con el 2017. En los EE.UU., el impacto del estímulo fiscal impulsará el crecimiento del PIB al 2.9%. Esa es una imagen notablemente divergente del crecimiento de la Eurozona, que se está desacelerando a un respetable 2%. El entorno del comercio exterior en particular está demostrando ser menos benigno en 2018. Además, el crecimiento del consumo de los hogares está deprimido, ya que la dinámica de los salarios es insuficiente para mantenerse al día con una inflación relativamente moderada.

En América Latina, la crisis algo inesperada en Argentina está cobrando su precio, mientras que la recuperación brasileña es más silenciosa de lo que se había previsto anteriormente. La incertidumbre política en Brasil en el período previo a las elecciones presidenciales de octubre y el impacto de la huelga de un paro camionero en mayo lograron afectar su actividad económica. A pesar de este panorama de crecimiento divergente en las diversas regiones de las

economías emergentes, su nivel general es bastante estable, en torno al 4,7%.

En la zona euro el desempeño del riesgo político ha estado en línea con las cuestionables políticas italianas, que al final de cuentas han intentado mantener los compromisos de los países del bloque, y un Brexit ordenado, factores que siguen siendo fuente de gran incertidumbre. Adicionalmente, esperamos una continua presión sobre el estado de ánimo en Europa relacionado con las políticas económicas (Taper Tantrum).

Esta imagen de un crecimiento ligeramente más bajo y una mayor incertidumbre se refleja en las revisiones de proyecciones a la baja para 2018 y 2019. Con la excepción de Asia emergente para ambos años y los EE.UU. para 2018, las previsiones para todas las demás regiones se han revisado a la baja en comparación con las previsiones iniciales del 1S18. La mayoría de las revisiones son modestas, excepto para América Latina debido a la pérdida de confianza en Argentina y la incertidumbre política en Brasil.

En 2019, el crecimiento del comercio seguirá obstaculizado por la guerra comercial que se desarrolla. A medida

que el ajuste monetario en los EE.UU. continúa y despega en la Eurozona, las condiciones de financiamiento serán menos benignas, especialmente para las economías emergentes. Los países que aún no tienen sus políticas ajustadas serán particularmente vulnerables. La incertidumbre de la política económica global también se impondrá, teniendo un efecto negativo directo en las inversiones. La economía mundial avanza en 2018 en contra de las limitaciones de productividad, ya que el desempleo es bajo y el uso de la capacidad de producción en la manufactura es alto, especialmente en los EE.UU. y la zona euro<sup>1</sup>.

Estas preocupaciones afectan todas las regiones, pero en diferentes grados. La desaceleración pronosticada en 2019 es, por lo tanto, un fenómeno general, nuevamente con la excepción de América Latina. Se espera que el crecimiento del PIB en los EE.UU. y la eurozona caiga, a 2.5% (-0.4 puntos porcentuales en comparación con 2018) y 1.7% (-0.3 pp) respectivamente. La Eurozona enfrenta condiciones monetarias más restrictivas, agravadas por el entorno comercial menos benigno. Los EE.UU. enfrentan el desvanecimiento del impacto del estímulo

---

<sup>1</sup> Esto refleja la desaparición de la llamada brecha de producción, que esencialmente mide la diferencia entre el stock disponible de trabajo y capital y su

uso. Por lo tanto, si el desempleo es bajo y el uso de la capacidad de fabricación es de aproximadamente el 90%, la brecha de producción es baja.

fiscal y las condiciones financieras menos favorables. Un mayor endurecimiento y el impacto de la guerra comercial afectarán el crecimiento de Asia emergente, que rondará el 6.3% (- 0,2 pp). En Europa del Este, el crecimiento turco disminuirá aún más a medida que Rusia lidie con

sanciones. La excepción a la imagen de la desaceleración del crecimiento es América Latina, donde se prevé una aceleración de un 0.7% a un 1,7%. Esta perspectiva está evidentemente rodeada por una gran incertidumbre, especialmente en Brasil y Argentina.

## ■ Crecimiento del comercio bajo presión.

Dado que en 2017 el comercio mostró un repunte muy fuerte (4,6%) desde un extraordinariamente bajo 1,4% en 2016, al inicio de 2018 teníamos razones para estar optimistas al respecto, sin embargo, el cumplimiento de la promesa de campaña del presidente Trump en el sentido de dirigir una política comercial más proteccionista ha cambiado el panorama. Hasta ahora, el crecimiento del comercio mundial se ha desacelerado ligeramente al 3.7%. Esta cifra todavía positiva resuena en todas las regiones, especialmente en los EE.UU., la zona euro y América Latina que mantienen, o incluso superan, sus tasas de crecimiento de 2017. La dinámica del comercio emergente en Asia y Europa del Este fue ligeramente más débil, pero todavía sólido. Dado que el efecto estadístico aún

opera a favor, en la medida aún cuentan las cifras de 12 meses atrás y, como tal, incluye las débiles cifras del 2S2016 aún en el cálculo interanual, nos da una buena razón para esperar una marcada desaceleración en las cifras venideras.

En 2019, esperamos que el crecimiento del comercio se desacelerará aún más al 3%. Como una clara señal de ello, destacamos que el impulso del comercio se ha debilitado considerablemente durante los primeros meses del verano<sup>2</sup>. Esta señal se ve corroborada por el pronóstico del crecimiento de la inversión global (como porcentaje del PIB), que perderá el 25% de su ritmo este año y otro 25% en 2019.

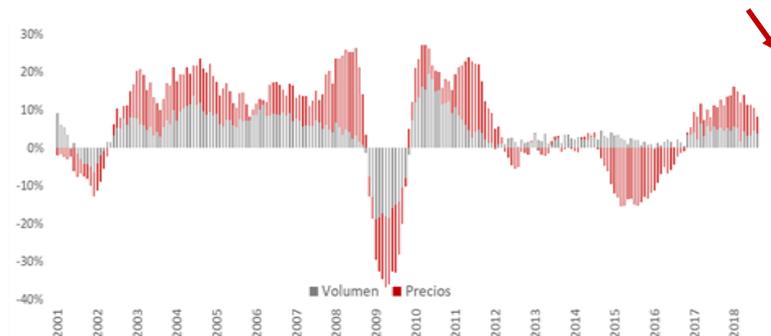
---

<sup>2</sup> El impulso del crecimiento del comercio se mide tomando el promedio (móvil) de tres meses de los volúmenes de comercio de bienes y comparando esta cifra con la misma cifra de los tres meses anteriores para calcular el porcentaje de crecimiento. Por lo tanto, en junio tenemos la cifra de abril-junio de 2018 comparada con la de

enero-marzo.

## GRÁFICA 2

### Dinamismo del Crecimiento Mundial



El crecimiento de la inversión en los EE.UU., en particular, se reducirá a medida que el impacto de los beneficios fiscales se desvanece. Mientras tanto, la disminución del crecimiento de la inversión en China también continúa. Como hemos destacado en perspectivas anteriores, el crecimiento de la inversión es un componente clave para la actividad

económica y es muy intensivo en el comercio. Por lo tanto, una disminución en la inversión indica un menor crecimiento del comercio también. Finalmente, resaltamos que los pedidos de exportación se han desacelerado desde febrero y se han contraído en septiembre por primera vez en más de dos años.

## ■ Una guerra comercial en desarrollo.

La perspectiva comercial global está ciertamente bajo presión, particularmente por la guerra comercial que se desarrolla entre EE.UU. y China. Las primeras políticas de los EE.UU. en el área comercial ya eran audibles en enero cuando se impuso un arancel del 30% a los paneles solares por un valor aproximado de USD 7 mil millones, así como hasta un 50% en lavadoras con un valor de USD 2 mil millones. Estas medidas no fueron dirigidas explícitamente a China, sin embargo, como productor de paneles solares fue

afectado. Posteriormente, se realizaron disparos más graves en marzo, cuando la administración de los EE. UU. anunció aranceles del 25% sobre el acero (USD 29 mil millones) y el 10% sobre las importaciones de aluminio (USD 18,7 mil millones). También fue una medida general, que afectó a las importaciones chinas, así como a las de otros países,

como Canadá, México y EE.UU.<sup>3</sup>.

Hubo exenciones iniciales, pero expiraron en junio. Se tomaron represalias: Canadá destinó USD 12,8 mil millones en importaciones desde los EE. UU., incluyendo acero y aluminio; México se enfocó en el acero, la carne de cerdo, las frutas y el whisky por un valor de USD 3 billones, mientras que la UE impuso aranceles del 20% sobre USD 3.2 billones en importaciones estadounidenses, incluyendo acero, jugo de naranja, whisky y motocicletas. La UE también introdujo "medidas de salvaguardia" para contrarrestar el comercio de acero desviado de los EE.UU.<sup>4</sup>. China, a la que no se le concedieron exenciones, ya había respondido en marzo con un arancel del 25% en una gama de productos estadounidenses de USD3.2 mil millones, incluida la carne de cerdo.

Estas escaramuzas insinuaban una posible guerra comercial global en la que EE.UU. atacaría a China tan fácilmente como los socios regionales de Canadá y México, así como a la UE. Por ahora, este no es el caso; Con Canadá y México, las negociaciones para un nuevo acuerdo de NAFTA se finalizaron a fines de septiembre y fue apodado el USMCA. Una reunión a finales de julio entre el presidente de EE. UU. y el presidente de la Comisión Europea ha resultado en una tregua algo inesperada sobre asuntos

comerciales al acordar la creación de un entorno de arancel cero entre los EE. UU. y la UE.<sup>5</sup>.

Gradualmente, el objetivo real de la política comercial de los EE.UU. se ha vuelto claro: China. Hay un amplio apoyo tanto dentro como fuera de los EE. UU. para un enfoque más asertivo en asuntos comerciales con China <sup>6</sup>. Como hemos argumentado en nuestras perspectivas económicas anteriores, la práctica china de imponer el intercambio de tecnología para las empresas extranjeras que invierten en China es un tema espinoso.

Esto es parte de un reclamo más amplio de prácticas comerciales desleales chinas por las que ya se ha presentado una queja ante la OMC. El entrelazamiento del estado chino y las corporaciones chinas (de propiedad estatal), se considera que distorsiona la competencia leal en el mercado global. Por su parte, existe una ambición estratégica de China, tal como se refleja en la iniciativa "Hecho en China 2025" para mejorar considerablemente la base de fabricación, promoviendo 10 sectores estratégicos que incluyen robótica, vehículos de nueva energía, biotecnología, equipos aeroespaciales y ferroviarios avanzados. EE.UU. considera esto como una amenaza existencial para su liderazgo tecnológico<sup>7</sup>.

Estos elementos crean un argumento

---

<sup>3</sup> Argentina, Australia, Brasil y Corea del Sur fueron permanentemente exentos pero estos países están sujetos a cuotas de exportación 'voluntarias'.

<sup>4</sup> Esto implica un arancel del 25% si las importaciones de acero superan el promedio de los últimos tres años. Consulte <http://trade.ec.europa.eu/doclib/press/index.cfm?id=1892&title=Commission-imposes-provisional-safeguard-measures-on-imports-of-steel-products>.

<sup>5</sup> Antes de la reunión, el presidente de EE. UU. mostró interés en imponer aranceles del 25% a los automóviles europeos, por ejemplo. ver <https://www.independent.co.uk/news/world/europe/trump-juncker-eu-deal-trade-war-tariffs-stock-dow-jones-subsidies-a8463946.html>

<sup>6</sup> Este soporte es implícito también. En este contexto, deberíamos ser conscientes de que el Congreso de los EE.UU. tiene la máxima autoridad sobre los asuntos

comerciales. Se le ha otorgado al presidente un mandato (en principio revocable) en materia comercial. ver [https://www2.gwu.edu/~iiep/signatureinitiatives/governance/US\\_Trade\\_Policy/briefs/2Congress.pdf](https://www2.gwu.edu/~iiep/signatureinitiatives/governance/US_Trade_Policy/briefs/2Congress.pdf). Esto sugiere que estás en el negocio de los tweets presidenciales como "los déficits comerciales son malos" y "las guerras comerciales son fáciles de ganar". La política comercial más que los tuits comerciales importan.

<sup>7</sup> Ver por ejemplo el Consejo de Relaciones Exteriores.

<https://www.cfr.org/blog/why-does-everyone-hate-made-china-2025>.

sólido para que los EE. UU. actúen, y para que la UE y otros países apoyen dicha acción, aunque el tipo de acción emprendida actualmente por la administración de los EE. UU. en contra de China probablemente no esté respaldada. China, por otro lado, ve su modelo económico y su ambición estratégica en el centro de su desarrollo económico pasado, presente y futuro. Por lo tanto, para China, también hay mucho en juego y es poco probable que se mueva.

Con esto en mente, uno debe evaluar los siguientes pasos tomados y aún por tomar, en una guerra comercial entre EE.UU. y China que se desarrolla rápidamente. EE. UU. anunció aranceles del 25% sobre USD 50 billones de importaciones chinas a partir del 6 de julio. La lista de productos seleccionados incluye automóviles, aviones y helicópteros. China respondió imponiendo aranceles del 25% a las importaciones desde los EE. UU., Incluyendo habas de soja y automóviles, por un valor de USD 50 billones también.

Los EE.UU. respondieron imponiendo un arancel del 10% a USD 200 mil millones de importaciones chinas a partir del 24 de septiembre. China a su vez devolvió el golpe con tasas de 10% sobre USD 60 mil millones de importaciones estadounidenses, incluido el GNL. La menor cantidad china seleccionada no refleja exactamente la generosidad, sino que el país se está quedando sin poder de juego ya que sus importaciones desde los EE.UU. son simplemente más bajas. Es probable que este impuesto del 10% se incremente al 25% a partir del 1 de enero de 2019. China debe ser un poco creativo para lograr la misma cantidad en respuesta <sup>8</sup>. Estos movimientos ya marcan la transición de las escaramuzas comerciales a la guerra y la escalada aún no ha terminado. EE. UU. ya anunció nuevos aranceles a las importaciones chinas valoradas en USD 267 mil millones ahora que China no ha estado a la altura de la demanda estadounidense de no tomar represalias en la ronda más reciente.

## ■ ¿Cuáles serían los efectos?

Dado que el espíritu proteccionista de EE.UU. realmente está empezando a nublar las perspectivas, debemos considerar su impacto en la economía global. El proteccionismo se sentiría a través de varios canales, por lo que nos centramos en los EE.UU. (y observamos

que, para China en principio, un análisis similar es válido). En primer lugar, y quizás más obviamente, los aranceles elevan los precios y, por lo tanto, la inflación en los EE.UU. Las empresas deberían traspasar directamente a los consumidores precios de importación más

---

<sup>8</sup> Por ejemplo, al imponer restricciones a la exportación de productos básicos en los que confían las empresas estadounidenses. Ver *The Economist* 22 de septiembre de 2018..

altos. Además, si las firmas extranjeras abandonan el mercado, la competencia entre firmas puede ser menos intensa, lo que puede permitir que las compañías locales de los EE. UU. aumenten los precios con mayor facilidad. La existencia de cadenas de valor globales intensificará este efecto.

En segundo lugar, si la inflación de hecho aumenta (y el efecto dura), la Fed será empujada a elevar las tasas de interés más rápido, lo que a su vez provocará una apreciación del dólar que amortigua el efecto de las tarifas. Sin embargo, daña las exportaciones estadounidenses y aumenta las importaciones, ampliando el déficit comercial de EE.UU. Eso podría desencadenar una nueva ronda de aranceles por parte de la administración de los EE. UU., creando un círculo vicioso, con la apreciación del dólar. Este último implica la depreciación de otras monedas frente al dólar y beneficia a los exportadores, como China. Entonces, lo que comienza como una guerra comercial, puede terminar como una guerra de divisas.

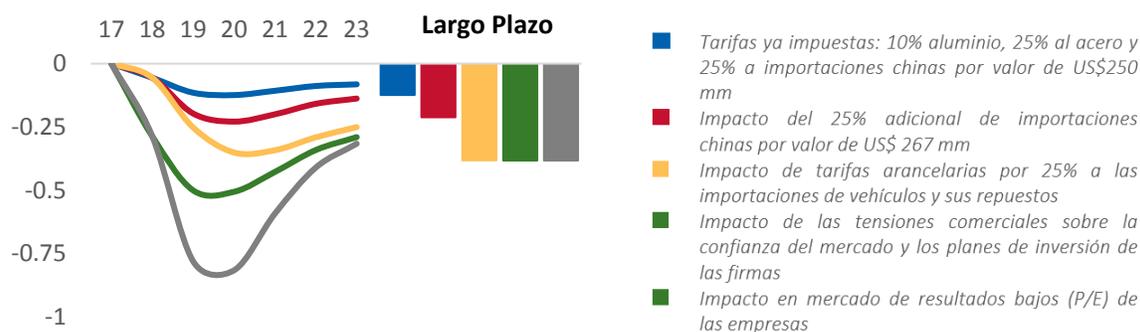
En tercer lugar, la incertidumbre en general y específicamente relacionada con el entorno comercial deteriora el clima de inversión, y el crecimiento potencial. Lo último es precisamente lo que no necesitamos en esta etapa, ya que nos estamos acercando a las limitaciones de capacidad. En cuarto lugar, las tarifas pueden aumentar la incertidumbre en combinación con las expectativas de inflación. Esa es una situación peligrosa: los precios suben y aumentan la posibilidad de nuevos aumentos de precios. Como tal, puede inducir una

mayor demanda, las empresas y los hogares quieren beneficiarse antes de que suban los precios. Sin embargo, el impacto negativo de la incertidumbre en la demanda puede ser mucho más fuerte, creando una situación de baja actividad y precios más altos. En tal caso, el banco central puede tener una pérdida con respecto a los impulsores de su política: la inflación provoca un alza en las tasas, mientras que la falta de demanda hace que la tasa disminuya. Por lo tanto, la guerra comercial elevará los precios y restringirá la demanda, tanto en los EE.UU. como en China. Esto, realmente podría, tener un impacto deflacionario en la economía global, directa e indirectamente de los EE.UU. y China en otros países. Eso reduce la inflación en el resto del mundo, lo que se vería agravado si China comenzara a sufrir en los mercados financieros.

Así, en una guerra comercial, si bien podrían los países ganar algo, realmente podrían perder mucho más. Para la economía mundial, una guerra comercial entre EE.UU. y China que se detiene en USD 400 mil millones de las exportaciones chinas a los EE.UU. se ve afectada por un arancel del 10%, y todas las exportaciones de los EE.UU. a China en un 25% generando un crecimiento menor en 0,5 puntos porcentuales en 2019 y 0,8 pp en 2020 (frente a al escenario base sin guerra). Para los EE. UU. estas cifras son de 0.7 pp y 1 pp, mientras que el crecimiento de China se ve afectado por 0.8 pp y 1.3 pp. Al mismo tiempo, el comercio también se desvía, por lo que tres cuartas partes de las exportaciones chinas a los EE.UU. serían desviadas al resto del mundo.

## GRÁFICA 3

### Efecto de la Guerra Comercial sobre el PIB Mundial



Las exportaciones de la UE a los EE.UU. aumentarían en USD 50 mil millones. El impacto neto para el resto del mundo para el comercio con China es negativo. China importará más del resto del mundo para reemplazar las importaciones de EE.UU., pero a medida que disminuyen las exportaciones, su demanda de importaciones disminuye. En este punto de la historia no todo es pesimismo en asuntos comerciales. Ya hemos resaltado que los temores de una guerra comercial global han disminuido, al menos por el momento, donde otros países han acelerado sus negociaciones sobre los acuerdos de libre comercio. En este contexto, nos referimos a los países sudamericanos, el TPP renovado y la UE en relación con los tratados con Japón, Mercosur y México. Ese proceso no se ha estancado. Incluso el acuerdo comercial norteamericano ha sido renovado.

También observamos que el número promedio de medidas de facilitación del comercio tomadas mensualmente por los miembros de la OMC frente a las medidas restrictivas del comercio (facilitación del

comercio neto) se ha mantenido positivo este año.

Hasta el momento, en 2018, el valor del comercio cubierto por las medidas de facilitación para las relaciones comerciales totalizó USD 107 mil millones, superando los USD 85 mil millones tocados por las medidas restrictivas del comercio. Sin embargo, ambos números tienen un obstáculo, ya que el número de medidas comerciales restrictivas está aumentando, mientras que la proporción de los montos para la facilitación del comercio frente a la restricción comercial también ha empeorado significativamente. Además, las cifras no incluyen los eventos recientes entre los EE.UU. y China. Para 2019, sin duda, habrá presión sobre el crecimiento del comercio mundial, que fácilmente podría caer por debajo del 3%.

## ■ Materias Primas en Medio de la Guerra

Los mercados de productos básicos no han estado a salvo tras la guerra comercial. Los precios de los metales, que incluyen metales básicos como cobre, aluminio, estaño, zinc, plomo y uranio, han caído un 11% en 2018. El cobre mostró una imagen comparable, aunque los precios mostraron cierta recuperación a fines de septiembre y en el último trimestre presentaron un comportamiento lateralizado. La caída de los precios del zinc y el níquel fue aún más fuerte, mientras que el aluminio registró una disminución más baja que el índice general. Sin embargo, los precios del acero y del mineral de hierro se mantuvieron razonablemente bien.

La demanda consumiría gradualmente excedentes de oferta, aunque la incertidumbre de la política comercial contribuiría a la volatilidad de los precios. Ahora estamos desarrollando una guerra comercial chino-estadounidense y China juega un papel dominante en el mercado de productos básicos.<sup>9</sup> Las exportaciones chinas pueden verse afectadas por los aranceles, ya que se vuelven menos competitivas debido a su alta intensidad de importación. Además, la demanda china se está desacelerando más de lo esperado, en un contexto donde otras economías emergentes como Argentina, Brasil y Turquía también tienen algunas interrupciones en el crecimiento. Eso reforzará la presión sobre la

demanda de productos básicos. El aumento del dólar estadounidense y la devaluación de las monedas de algunas economías emergentes también tienen un impacto negativo. En resumen, el panorama se ha vuelto considerablemente más negativo.

Crítico para el desarrollo global del precio del acero es la reducción anunciada de la producción china. Debería aliviar los temores del dumping chino, especialmente ahora que EE.UU. ha aumentado los aranceles del 25%. Los precios chinos subieron un 6% luego de los anuncios para apoyar el crecimiento económico si fuera necesario, y que la ciudad de Tangshan (una región productora de acero) comenzará las restricciones de capacidad durante el otoño. También hay señales de que los inventarios se están agotando.

Las exportaciones chinas se han reducido más de un 10% en 2018. En contraste, los precios del acero en los EE.UU. han alcanzado su punto máximo y han bajado recientemente luego de una corrida de más del 40% desde el 3T2017. El temido dumping del acero chino no ha ocurrido (todavía). Los precios del acero están divergiendo en los tres principales mercados mundiales; mientras que el desarrollo de la guerra comercial es un determinante importante.

---

<sup>9</sup> China ha representado el 83% del aumento global de metales en las últimas dos décadas. Es el mayor consumidor individual de aluminio, cobre refinado y plomo. Ver Banco Mundial. Perspectivas económicas mundiales, junio de 2018..

## PETROLEO

Los precios del petróleo disminuyeron a partir de finales de septiembre, después de acercarse a máximos de 4 años tras la incertidumbre sobre la compensación de suministro del mercado para suplir la reducción de oferta de crudo iraní. En contraste, la oferta que fue superior a las estimaciones del mercado, junto con las expectativas de desaceleración económica mundial, explicó las caídas de los precios a finales de mes. Asimismo, el crecimiento económico de china no cumplió con las expectativas del mercado, lo que, sumado al débil desempeño de los indicadores económicos de varios países, incrementa las posibilidades de una desaceleración de la demanda mundial de crudo para los próximos meses, lo que eventualmente tendría presiones bajistas sobre el commodity. Las expectativas de consumo mundial de petróleo y otros combustibles líquidos de la EIA cayeron 0,1 mbpd desde octubre, estimando que el crecimiento se encontrará alrededor de 1,4 mbpd para 2019.

Las estimaciones de suministro de petróleo sumado al alza de inventarios de crudo en EE.UU. el último mes, generó presiones bajistas sobre el crudo durante el último mes. La producción de petróleo de EE.UU. creció a un ritmo no esperado por la Agencia Internacional de Energía, superando los 11.5 mbpd. El incremento de producción de Arabia Saudita y Rusia en noviembre estuvo motivado a compensar las pérdidas de suministro iraní y de Venezuela. Pese a lo anterior, durante la última reunión de la OPEP los países miembros y no miembros acordaron una reducción en la producción por 1.2 mbpd en un intento de apoyar los precios del crudo, aunque persisten las preocupaciones de una posible sobreoferta. La EIA ha reducido sus estimaciones de precio de petróleo WTI y Brent para el 2019. De esta forma, luego de registrar un precio promedio de Us\$64,74pb y Us\$71.5pb respectivamente, se estima que el precio de referencia WTI opere en promedio en Us\$55pb y el Brent Us\$61 pb en 2019.

### GRÁFICA 4

Comportamiento Precio del Petróleo WTI 2018-2019



## EL LADO DE LA OFERTA DOMINA EL AUMENTO DEL PRECIO DEL PETRÓLEO

Recientemente señalamos que los precios del petróleo se habían movido hasta un rango de USD 60 a USD 86 por barril de Brent desde un mínimo de USD 44 en junio de 2017. Este rango fue respaldado por el comportamiento disciplinado de la producción de OPEC + Rusia<sup>10</sup>, con tasas de cumplimiento de los miembros, del 128%. Desde entonces, el precio ha retrocedido del límite máximo de USD 86 hasta los USD 55. Esto es casi un 50% más del nivel de mediados de 2017.

Las sanciones que EE.UU. impuso a Irán junto con su retiro del acuerdo nuclear multilateral llegaron al mercado en noviembre. Las exportaciones de petróleo de Irán pueden llegar a 2 millones de barriles por día (mbpd). Sin embargo, el gobierno estadounidense aprobó exenciones a ciertos países, como China e India, quienes pueden seguir comprando crudo iraní, lo que limitó el margen de recuperación de los precios del commodity.

La OPEP intentó compensar la interrupción en el suministro de crudo en Libia y, especialmente Venezuela, donde la producción del 2018 cayó casi un 30% interanual. El aumento de la producción de Arabia Saudita y Rusia fue de solo el 3% y el 2% respectivamente, manteniendo estable la producción general de la OPEP<sup>11</sup>, tras la reciente

caída en la producción de diciembre. Por otro lado, la producción estadounidense creció rápidamente, a un ritmo del 15.9% anual en 2018, lo que restringió el aumento de precios. Pero hay cuellos de botella en el transporte por oleoductos para limitar un mayor crecimiento, y las inversiones en oleoductos también se están desacelerando debido a las tarifas de acero de los EE. UU.<sup>12</sup>. En resumen, mientras que el crecimiento de la demanda dominó los precios de finales de 2017 y principios de 2018, es el lado de la oferta el que se ha hecho cargo.

La pregunta entonces es: ¿qué significa esto para los precios futuros? En lo que respecta al mercado financiero, el petróleo parece demasiado caro. Al menos eso es lo que sugieren las curvas futuras, que están "retrasadas"; Los precios de los futuros son más bajos cuanto mayor sea el vencimiento. Esto está en línea con los fundamentos del mercado. El crecimiento del PIB mundial se está desacelerando, lo que a su vez significa que la demanda de petróleo debería disminuir, especialmente en China. Por lo tanto, mientras se espera que la demanda de petróleo crezca un 2% en 2018, puede desacelerarse a un crecimiento del 1,4% en 2019. Se espera que la oferta aumente un 1,8% y 1,6%, respectivamente. La clave para esto es que el aumento de la producción de EE.UU. es suficiente para compensar la

---

<sup>10</sup> OPEP+ = OPEP + Rusia.

<sup>11</sup> En Junio, OPEP+ decidió impulsar la producción en 1.6mbpd, de los cuales 1.2mbpd solo OPEP.

<sup>12</sup> Estos cuellos de botella se reflejan en el índice de referencia del petróleo de EE. UU., WTI, que ahora se cotiza con un descuento de casi \$ 11 por barril al índice de referencia global Brent (cifra de mediados de noviembre).

menor salida de Irán y Venezuela. Luego se pronóstica que los precios en 2019 operen en promedio en niveles inferiores a los registrados en 2018. Como es habitual, la volatilidad es quizás la única certeza en el mercado del petróleo.

Este precio del petróleo tiene ramificaciones significativas para la economía global, especialmente para las EM que son importadoras netas de petróleo. La fluctuación del tipo de cambio mantiene bajo control el déficit de la cuenta corriente estimulando las exportaciones y desacelerando las importaciones. En esta situación, también observamos una depreciación del tipo de cambio, pero que debería ser más pronunciada para lograr un ajuste de cuenta corriente similar al de un shock liderado por la demanda. La razón es que la demanda externa es simplemente menos fuerte, por lo que las exportaciones necesitan más estímulos para reequilibrar la cuenta corriente. Además, las oportunidades financieras

son menos favorables si el crecimiento del PIB se está debilitando. Habrá que subir las tasas de interés para atraer a los inversionistas del exterior, lo que a su vez tiene un efecto perjudicial sobre el crecimiento.

Dos factores actuales en la economía global pueden empeorar aún más el impacto del aumento del precio del petróleo. En primer lugar, como ya hemos descrito anteriormente, el comercio mundial está bajo presión y se está desarrollando una guerra comercial. Este no es precisamente el mejor clima para las exportaciones, mientras que las importaciones se vuelven más caras debido a los aranceles. En segundo lugar, la mayor necesidad de financiamiento se producirá en un momento en que las autoridades monetarias ya están endureciendo sus políticas monetarias. Un aumento del precio del petróleo nunca es bienvenido para los importadores de petróleo, pero particularmente no lo es en este momento.

## ■ El Endurecimiento de la Política Monetaria Lento y Constante

Tanto la Reserva Federal -FED- como el BCE parecen estar bien conscientes de la situación y están pisando cuidadosamente la normalización de la política monetaria. La Fed está muy por delante en este juego, con un conjunto de aumentos de tasas y eliminación de partes del programa de flexibilización cuantitativa (QE). La Fed subió las tasas cuatro veces en 2018, 100 pb, y ha reducido su balance en cerca de USD 300 mil millones desde mediados de 2017. Por otra parte, el BCE acaba de anunciar la

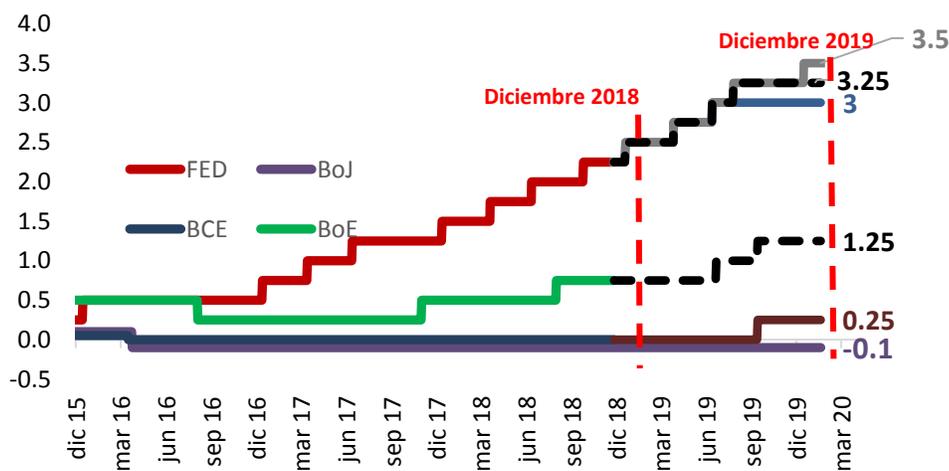
finalización de su programa de QE, y ese es solo el paso preliminar del ajuste. En política monetaria, los asuntos se están moviendo lenta y constantemente.

Este enfoque de política cauteloso proporciona calma en los mercados financieros, pero esto no es un hecho. Especialmente para los EE.UU., uno puede cuestionarse si se justifica una aceleración del ajuste. Los halcones de política, que favorecen tal aceleración, apuntan al alza en el mercado laboral

estadounidense. Con una tasa de desempleo cerca de mínimos de 49 años (3,7%), parece haberse alcanzado el nivel más bajo. Esto se ve corroborado por la tasa de participación, que se sitúa justo por debajo del 63%. Además, todas las demás medidas principales de utilización del mercado laboral informadas por la Oficina de Estadísticas Laborales se encuentran en niveles mínimos anteriores a la crisis o por debajo de ellos.<sup>13</sup> Con estas cifras, parece que la Fed no tiene que preocuparse por la parte de empleo de su mandato y, en cambio, puede centrarse en gestionar la inflación en torno al 2%. Con un mercado laboral tan estrecho, los salarios deberían subir, lo que se traduce en inflación. No es que los salarios en EE. UU. no estén siendo presionados, el crecimiento salarial se ha acelerado a más del 3%, no obstante, este no es el nivel que se espera en vista de la estrechez del mercado laboral, y aún no se traduce en serias presiones sobre los precios.

La medida de inflación preferida de la Fed ha sido constante entre 1.8% y 2% desde marzo. Además, dado que se espera que el impacto del estímulo fiscal se desvanezca o al menos disminuya significativamente, el crecimiento del PIB se desacelerará, aliviando las presiones inflacionarias. De hecho, se pronóstica que la inflación de los EE. UU. solo promediará un 2,1% en 2019. Este no es exactamente el conjunto de datos para respaldar la aceleración del ajuste de la política monetaria. Esto implica una continuación de aumentos de tasas cautelosos, dos en 2019, así como la continuación de la reducción gradual de la hoja de balance. Este último se enmarca mediante el uso de topes para la reinversión de bonos que se vencen, un tope que ahora alcanza los USD 50 mil millones por mes. Aunque no tenemos detalles sobre los calendarios de reembolso de los activos, puede ser seguro afirmar que el desempeño del QE en los EE. UU. será un proceso lento.

**GRÁFICA 5**  
Tasas de los Bancos Centrales



<sup>13</sup> Por ejemplo, la tasa de rotación en el mercado laboral es la más alta desde 2001. Por cada vacante de empleo hay 0.82 contrataciones y 0.9 desempleados. Ver The Economist, 10 de septiembre de 2018.

Mientras tanto, en la zona euro, el ritmo de creación de empleo también se ha mantenido sólido y ha llevado a la tasa de desempleo a un mínimo de nueve años en 8.1%. Esta cifra debería mejorar aún más ahora que los indicadores de la encuesta aún indican un crecimiento del empleo, aunque a un ritmo más lento. Además, los indicadores de escasez de mano de obra se han suavizado en algunos sectores y países, pero se mantienen en niveles históricamente altos <sup>14</sup>. El mercado laboral (heterogéneo) de la Eurozona, por lo tanto, se caracteriza por la holgura y la estrechez. Este último ayuda a impulsar el crecimiento salarial, que ha aumentado recientemente en un punto porcentual, mientras que la cifra sigue siendo bastante baja en un 2,5%<sup>15</sup>. El resultado es que la inflación, excluyendo energía y alimentos, apenas ha subido, rondando el 1%. Las expectativas de inflación basadas en encuestas apuntan a un período prolongado de baja inflación. Para 2019 esto se traduce en una caída gradual de la inflación, a 1.7% en promedio. Esta imagen hace que las alzas de tasas significativas antes del 2S2019 sean poco probables y que la normalización de la política monetaria en la Eurozona sea un proceso lento. Debido a que la Fed se está estrechando lentamente y el BCE aún tiene que

comenzar el proceso, las condiciones monetarias globales siguen siendo laxas.

Los economistas todavía están tratando de enfrentar este fenómeno de baja inflación mientras la brecha de producción se está cerrando. Se están presentando nuevos argumentos que sugieren que la débil dinámica de los precios está ahí para quedarse <sup>16</sup>. Primero <sup>17</sup>, los cambios estructurales como el aumento de las tasas de participación (por ejemplo, 55 más empleados que regresan al mercado laboral) <sup>18</sup>. En segundo lugar, la globalización, que conduce a una mayor competencia transfronteriza en el mercado laboral, crea oportunidades como la subcontratación. En tercer lugar, los desarrollos tecnológicos y su aumento de difusión que mejoran la productividad simplemente no se combinan con el crecimiento salarial, mientras que la concentración reduce el número de empleados.

El desarrollo de la guerra comercial plantea un claro riesgo al alza para la inflación. Las tarifas pueden simplemente pasar a los consumidores, creando una imagen algo preocupante. Esto se debe a que un menor crecimiento y una mayor inflación dejan a los bancos centrales impotentes debido a que tienen que aumentar las tasas para vencer a la

---

<sup>14</sup> BCE Boletín Económico 6/2018.

<sup>15</sup> La tendencia es ascendente. Los recientes aumentos salariales por la negociación colectiva para Alemania y Finlandia apoyan eso. Todos ellos están por encima del 3%. Vea Financial Times, 5 de octubre, zona euro, 'El crecimiento salarial de la zona euro pone la meta de inflación de Draghi a su alcance'.

<sup>16</sup> Banco de Pagos Internacionales, Informe Anual, junio de 2018.

<sup>17</sup> Esta es la llamada histéresis, con desempleados de larga duración desde la crisis financiera de 2008 que posee habilidades "oxidadas"

<sup>18</sup> En el caso de una mayor participación, el tamaño total de la población empleable aumenta. Datos previos de paro el desempleo subestimado

inflación, lo que repercute negativamente en las condiciones financieras, pero las reduce para estimular la economía<sup>19</sup>.

## ■ El Aumento del Dólar Golpea las EM, pero podría Perder Fuerza en 2019.

A pesar de pisar con cuidado, los movimientos de la Reserva Federal han llevado a cambios significativos en los mercados financieros desde la primavera. No tanto en los mercados de bonos, donde las diferencias de rendimiento entre EE. UU. y la Eurozona se han movido en línea con la política monetaria. Los rendimientos a corto plazo de EE. UU. se han movido hacia arriba mientras que los rendimientos de la Zona euro apenas se han movido, empuñando el diferencial de inflación. Para los rendimientos a largo plazo, que deberían reflejar los diferenciales de inflación, la historia es similar. La sorpresa está en los mercados de divisas, donde hemos visto el aumento del dólar.

La economía estadounidense ha presentado una sólida dinámica de crecimiento que ha estado apalancada por el fortalecimiento del mercado laboral, llevando la tasa de desempleo a mínimos no observados desde hace varias décadas. El estímulo fiscal ha impulsado

las ganancias de las empresas, la confianza de los consumidores y por consiguiente la actividad económica, generando una amplia divergencia con el ciclo económico de otros países. Así, la Reserva Federal mantuvo durante el 2018 una postura más hawkish frente a otros bancos centrales, orientada hacia una normalización de la política monetaria.

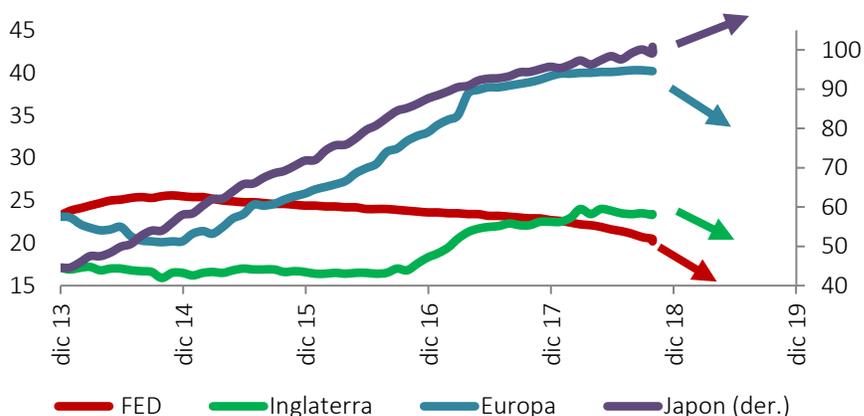
La divergencia de los diferentes hacedores de política donde la Fed se inclina hacia una política neutral, mientras otros bancos centrales permanecen debajo del equilibrio, elevó el atractivo relativo para las inversiones en dólares debido a una menor liquidez y los mayores rendimientos en EE.UU. De esta manera, los inversionistas aumentaron sus posiciones largas sobre el dólar, y la divisa estadounidense logró acumular importantes ganancias frente a la mayoría de sus monedas pares en lo corrido de 2018, revirtiendo las pérdidas registradas a inicios de ese año.

---

<sup>19</sup> Esto se aplica específicamente a la Reserva Federal con su doble mandato de contención de la inflación y bajo desempleo. Y de una manera para el BCE ya que se concentrará en reducir la inflación. La inflación proporciona una señal falsa en

ese caso, ya que sugiere una actividad alta, mientras que en realidad es baja.

## GRÁFICA 6 Hoja de Balance



El significativo fortalecimiento en 2018 del dólar frente al euro se explica por las diferencias de crecimiento entre los EE. UU. y la zona euro, las cuales se han ampliado este año. Además, la Fed ha continuado ajustándose y se espera que ese proceso continúe, pero a un ritmo más lento. Los rendimientos continúan subiendo. El impulso también se ha dado por el desarrollo de la guerra comercial que solo ha tenido un impacto limitado en el crecimiento de EE.UU. hasta el momento. Al mismo tiempo, genera mucha incertidumbre para el resto del mundo, lo que desencadena flujos de dinero hacia activos refugio como los bonos del Tesoro de EE.UU. y ha terminado impulsando al dólar aún más.

En el corto plazo, consideramos que estos factores que han apoyado la cotización del dólar continuarán favoreciendo el valor de la moneda. Los elevados niveles de volatilidad y la mayor aversión al riesgo, generada por la inestabilidad política en Europa y las tensiones comerciales, se sumarán al endurecimiento de la política monetaria

de la Fed para favorecer el desempeño del dólar teniendo en cuenta su condición de activo refugio. Sin embargo, prevemos que todos estos factores no han generado un cambio en el valor de largo plazo de la divisa, por lo que el margen para mayores valorizaciones es limitado, y debería tener desarrollos adicionales para extender su tendencia alcista.

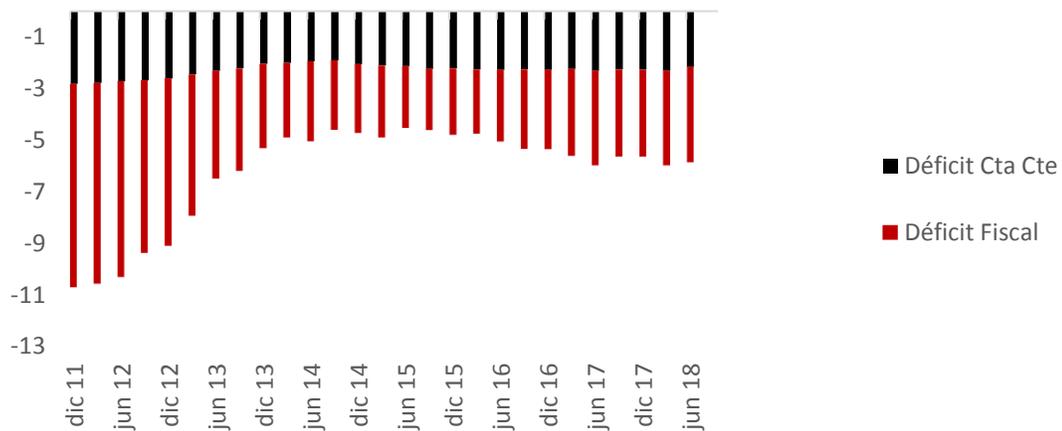
El dólar también se está apreciando frente a las monedas de EM, economías que se han visto agravadas por problemas idiosincrásicos. Las grandes salidas de capital son una llamada de atención para los mercados emergentes, especialmente aquellas con desajustes de moneda a través de préstamos no cubiertos por el USD. En este entorno, las inversiones están restringidas, al igual que las exportaciones, lo que limita el crecimiento del PIB. Para las economías emergentes, el impacto de una depreciación de la moneda debe ser considerado relevante.

La apreciación del dólar y el aumento de la inflación han afectado la tasa de cambio real y deteriorado la competitividad

relativa de EE.UU., lo que eventualmente afectará a los exportadores norteamericanos, esto, antes de considerar el efecto de la disputa comercial con China sobre el comercio y el crecimiento del PIB. Consideramos importante el aumento del déficit fiscal, que actualmente se acerca a la barrera de 4% del PIB para el año fiscal 2018, y podría aumentar hasta 5% en los

próximos cuatro años incluso sin asumir una recesión, lo que hace una senda insostenible para las cuentas del gobierno. Asimismo, el déficit de cuenta corriente se mantiene persistentemente alto, por lo que los “déficits gemelos” tienden a llevar a una tasa de cambio de equilibrio más baja debido al deterioro en la posición de los activos netos internacionales del país.

**GRÁFICA 7**  
Déficits Gemelos US



El ritmo de incremento de tasas podría ser más lento a lo inicialmente esperado, en la medida que la autoridad monetaria se está quedando con menos espacio para mayores ajustes. Los mercados responden negativamente a las señales

de cambio en el horizonte de la política monetaria mucho antes, por lo que el dólar podría evidenciar una menor fortaleza mientras su margen de ganancias se limita, y se desvalorizaría en 2019 a medida que se reducen las posiciones largas sobre la moneda.

## ■ Siendo Pesimista en el Mercado de Valores.

El índice MSCI Emerging Market tuvo un impacto considerable en 2018. Perdió más del 12% de su valor respecto al 2017, lo que indica que el sentimiento hacia las economías emergentes ha cambiado bruscamente. El índice del mercado de valores de Shanghai sufrió una pérdida de 24.6%. El índice europeo (Euro Stock 50) ha estado bajo una leve presión y en 2018 acumuló una pérdida de 14.3%. Durante el mismo período, el índice S&P 500 de EE. UU. revirtió las ganancias registradas al inicio del año, que superaban el 9% en medio del crecimiento del PIB, las cifras de empleo sostenida y por el estímulo fiscal; y perdió más del 6.2%. Cabe destacar que el que la volatilidad implícita, medida por el índice VIX, incrementó de manera significativa y alcanzó un pico de 50 a principios de febrero que descendió hasta 10 en agosto y actualmente ha retornado a niveles de 20. Sin embargo, no todo es bueno. Durante el verano, el costo del seguro contra una gran caída en el índice S&P 500, medido por el índice SKEW, se volvió mucho más caro en 2018. Además, un índice de relación precio / ganancias ajustado cíclicamente, ha corregido desde el máximo de 23.33 su nivel más alto desde la crisis 20 hasta 17.48 recientemente lo que habría motivado una corrección cercana al 10%.

Dada la corrección observada a finales del mes de octubre, y la leve recuperación

registrada en diciembre, el riesgo de una gran corrección en el mercado de acciones de EE. UU. ha disminuido, pero sigue estando presente. Dicha corrección puede no estar limitada a los EE. UU. (Con ondulaciones al resto del mundo) si la causa subyacente es un cambio en las preferencias de riesgo. En particular, si los inversionistas, tal vez asustados por la guerra comercial, comienzan a juzgar el riesgo relacionado con la economía global de manera menos favorable, especialmente las acciones de EM pueden verse afectadas. Eso a su vez puede tener ramificaciones del mercado financiero global.

### RIESGO EN LA PERSPECTIVA

Los riesgos para nuestra perspectiva económica han aumentado recientemente. La guerra comercial entre EE. UU. y China podría tomar fuerza e intensificarse si los líderes de los dos gobiernos no llegan a un acuerdo por lo que el mercado de valores de EE. UU. ha comenzado a tambalearse. El crecimiento de EM ya está bajo presión debido al ajuste de la Reserva Federal y la probabilidad de que la política monetaria en 2019 cause que la turbulencia del mercado financiero mundial siga aumentando<sup>21</sup>.

La escalada en aranceles por parte de los EE.UU. a diferentes bienes procedentes

---

<sup>20</sup> Ver <http://www.multip.com/shiller-pe/>

<sup>21</sup> No tanto, aunque podríamos asignar la probabilidad de tal evento a 'alta'

de países con altos superávits comerciales con ese país han promovido retaliaciones, las cuales enfriarían la actividad económica, han deteriorado la confianza empresarial y los mercados financieros. Los cálculos del FMI y del Banco Mundial aseguran que, de mantenerse los aranceles, la economía global podría reducir el ritmo de crecimiento en un 1%, lo cual terminaría afectando indiscutiblemente la recuperación de nuestro sector exportador. En todos los casos, China respondería con contramedidas. Puede ocurrir una mayor proliferación en caso de que la administración de los EE.UU. se aparte de la tregua con la UE y comience a imponer aranceles también. El crecimiento global tendrá un golpe serio, claramente más allá del 0,5% y el 0,8% en 2019 y 2020, en comparación con la línea de base para una guerra comercial más restringida. El único riesgo que consideramos reducido es el de un aterrizaje forzoso en China. Esto puede parecer inconsistente ahora que China se verá afectada por el desarrollo de la guerra comercial, pero las autoridades están bien equipadas para mitigar estos riesgos.

Una política errónea de la Fed dentro del marco actual y la guerra comercial que se desarrolla puede ser costosa, y esta entidad puede verse obligada a acelerar el ajuste, tomando por sorpresa a los mercados financieros. Además, un escenario de inflación y baja demanda, (estanflación), puede ocurrir a medida que se desarrolla la guerra comercial, lo que lleva a que la política monetaria se vuelva, en principio, impotente. En tal caso, la Fed puede tener que elegir entre la fijación de metas de inflación y, por lo tanto, el ajuste y la gestión de la demanda, con el

enfoque opuesto. Entonces, la orientación hacia adelante "Forward guidance" muy alabada en el pasado viene estando bajo presión al punto que recientemente el presidente Powell tuvo que anunciar un discurso en cada una de las reuniones de 2019 a diferencia de las 4 que se habrían definido en el pasado.

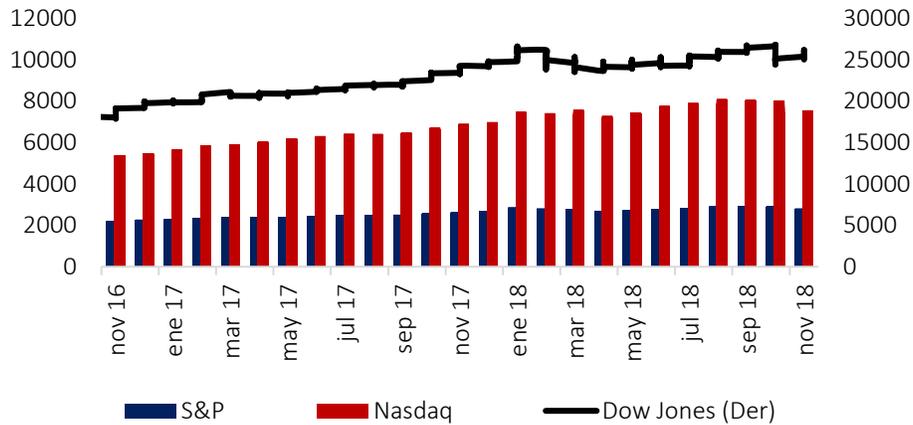
Las tensiones geopolíticas también han aumentado a medida que cede el riesgo de un ajuste al alza del precio del petróleo. Volatilidad del precio del petróleo: A medida que los factores de la oferta se han convertido en el impulsor dominante del precio del petróleo, la volatilidad del precio del petróleo está destinada a durar y un desarrollo gradual (ascendente) está en riesgo. Faltan inversiones suficientes y una mayor volatilidad tampoco será de ayuda para esas decisiones. Luego, los grandes cambios en el precio del petróleo elevarán la incertidumbre y dificultarán el restablecimiento de las políticas de ajuste macroeconómico. El crecimiento global se verá afectado negativamente en tal escenario.

Una corrección del mercado financiero: A pesar del despliegue de la guerra comercial, el mercado de acciones de los EE.UU. ha mantenido un apetito interesante. Sin embargo, aún con la fuerte corrección del mes de octubre, el riesgo de una gran corrección se mantiene lo que indica que los precios pueden haber alcanzado su punto máximo. Consideramos una corrección necesaria. Los eventos de la segunda semana de octubre, durante los cuales el mercado de acciones de EE. UU. perdió casi un 6%, y las acciones europeas y las de las economías emergentes también perdieron importancia, subrayaron que tales correcciones tienen ramificaciones

globales. Si las actitudes de riesgo cambian y los inversionistas se vuelven más adversos al riesgo, dicha corrección

se reforzará, lo que afectará especialmente a las EM.

**GRÁFICA 8**  
Índices Accionarios Estadounidenses



Riesgo geopolítico. El indicador de riesgo geopolítico señala niveles elevados de riesgo, situación que dificulta el crecimiento, especialmente a través de una menor confianza de los hogares y las empresas. Esto no solo se refleja en los asuntos comerciales. La retirada del acuerdo nuclear de Irán por parte de los EE.UU. ha creado una ruptura con sus aliados tradicionales, una situación que se extiende también a la OTAN y la OMC. EE.UU. se retiró unilateralmente del acuerdo nuclear de Irán en mayo y reimpuso las sanciones económicas que se levantaron después del acuerdo de 2015 que incluía a China y la UE también. Esta ruptura ya se estaba construyendo sobre la base del enfoque de EE.UU. hacia la OMC y, en algunos puntos, la OTAN. Por si fuera poco, la salida de EE.UU. del tratado de armas nucleares de rango medio ha generado comentarios

fuertes de parte de Rusia, al considerar "importante para la seguridad internacional, y para la seguridad en el ámbito de las armas nucleares, así como para preservar una estratégica estabilidad".

China aterrizaje duro. Las autoridades chinas han demostrado ser capaces y están dispuestas a defender los objetivos de crecimiento del PIB establecidos para la economía. Por lo tanto, considerando un aterrizaje forzoso de la economía china, el crecimiento del PIB se reduciría a un rango cercano al 4% - 4,5%, pero tiene una baja probabilidad. Aun así, el estímulo para lograr el crecimiento vendrá a costa de aumentar las vulnerabilidades financieras. Eso, a su vez, obligará a las autoridades chinas a seguir un curso más agresivo para restringir el crecimiento del crédito posteriormente. Eso traería la posibilidad de un aterrizaje duro

nuevamente. Por eso, no podemos descartarlo.

En Resumen:

- Enfriamiento acelerado de los EE.UU.
- Proteccionismo Global limitaría crecimiento y la inversión
- Una corrección acelerada de los precios de activos financieros.
- Restricción de liquidez endurece condiciones de financiamiento.
- Nuevos eventos que afecten economías emergentes (Default).
- Un ambiente político débil podría desestimular la inversión privada.
- Nuevas tensiones geopolíticas amenazan la confianza.

# ECONOMIAS AVANZADAS

## La Velocidad de Crucero se Reduce



En promedio, las economías avanzadas perdieron fuerza en 2018 y deberían seguir haciéndolo en 2019. Si bien el crecimiento agregado para las economías avanzadas es constante en 2.3%, esto oculta la marcada desaceleración en el crecimiento en toda Europa y la fuerte aceleración en el crecimiento en los EE.UU. En 2019, la economía estadounidense probablemente se enfriará ligeramente de su estímulo fiscal pro-cíclico que lo pondrá más en línea con el desempeño moderado de otros mercados desarrollados. Se pronostica que el crecimiento agregado para el grupo de países desarrollados en 2019 disminuirá a 2.12%. Sin embargo, esta desaceleración podría ser más rápida

debido a la elevada incertidumbre política que se observa cada vez más en los mercados avanzados. El enfoque unilateral de la administración estadounidense sobre asuntos extranjeros o un posible error en el ajuste monetario podría terminar siendo un golpe en el propio pie. El nuevo gobierno italiano podría desestabilizar la eurozona, mientras que un Brexit difícil podría perjudicar el crecimiento en el Reino Unido, Irlanda y otros países de la UE.

## ■ Eurozona

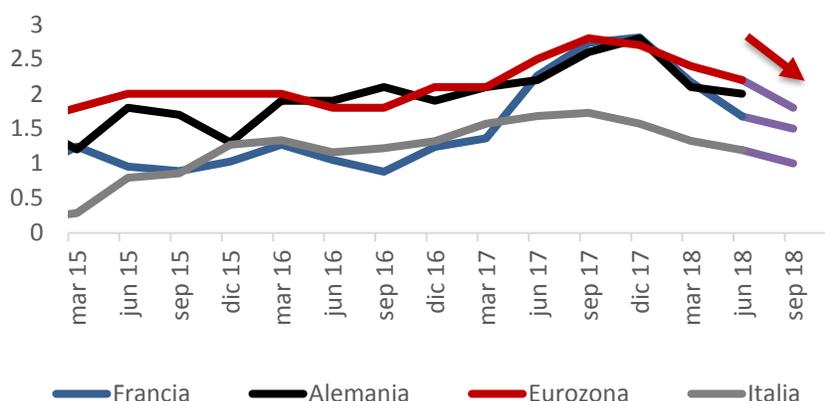
### El Crecimiento Cambia de Marcha

La economía de la eurozona continúa expandiéndose a un ritmo sólido, cerca del potencial, pero prevemos que cambie a una marcha más lenta este año. Se espera que el PIB de la zona euro se expanda un 2,0% en 2018, en comparación con el 2,4% de 2017. Las perspectivas para este año son ligeramente más negativas y en 2019 prevemos que el crecimiento del PIB se debilitará al 1,7%.

El crecimiento promedio trimestral en la eurozona se desaceleró a 0,2% en el

3T2018, en comparación con el 0,7% del 2 y 3T2017. El debilitamiento del indicador europeo de sentimiento (ESI) y el PMI compuesto en los últimos meses sugieren que la economía de la eurozona continuará creciendo a un ritmo más lento durante un período de tiempo más largo, por lo que los riesgos están sesgados a la baja. Varias incertidumbres externas (proteccionismo, agitación en los mercados emergentes) y riesgos internos (incertidumbre política en Italia) podrían afectar aún más la actividad económica.

**GRÁFICA 9**  
PIB Europa



El consumo de los hogares sigue siendo el pilar principal del crecimiento de la economía. Se espera que el crecimiento del consumo se debilite un poco este año debido a las modestas ganancias salariales en combinación con una dinámica de inflación relativamente estable. Las exportaciones están enfrentando vientos en contra debido a un

empeoramiento del entorno global a pesar de una tasa de cambio real debilitada.

Mientras que la economía mundial mantiene su impulso, el comercio mundial está mostrando algunos signos de debilitamiento. El tipo de cambio efectivo real de la Eurozona se debilitó un 4% en 2018. Lo anterior sumado a la creciente

incertidumbre sobre la guerra comercial entre EE.UU. y China, así como las vulnerabilidades en los mercados emergentes afectarán el crecimiento de las exportaciones de la zona euro en 2018 y 2019. Prevemos que el crecimiento de las exportaciones se desacelerará a 3,2% este año y que apenas aumentará de ese nivel a 3,5% en 2019, en comparación con el 5,5% de 2017.

En el corto plazo, preocupa el menor crecimiento del mundo emergente. Los mercados emergentes con altos déficits en la cuenta corriente y deuda denominada en moneda extranjera

### **LA DEMANDA INTERNA CONDUCE AL CRECIMIENTO**

La demanda interna sigue siendo el principal motor de crecimiento que contribuirá con 1,4 puntos porcentuales al crecimiento del PIB en 2018 y 1,5 puntos porcentuales para el crecimiento en 2019. El principal riesgo interno que amenaza la perspectiva de crecimiento en la eurozona es la incertidumbre política en Italia, donde pese a que el gobierno populista redujo su postura de confrontación con la UE con respecto a la inmigración y la disciplina presupuestaria aún quedan interrogantes. Esto llevó a un aumento de los rendimientos italianos, ya que los mercados financieros se preocuparon de si la deuda pública aún era sostenible.

El ritmo de creación de empleo no muestra signos de debilitamiento. En el 1S2018, se crearon un total de 1.4 millones de empleos en la eurozona sobre una base ajustada estacionalmente, en comparación con 1 millón de empleos en el 2S2017. Durante el 2018 la tasa de crecimiento de empleos se mantuvo

registraron fuertes depreciaciones monetarias y se espera que el crecimiento se desacelere. En el mediano plazo, la guerra comercial que se desarrolla entre los EE. UU. y China, y el Brexit continúan nublando las perspectivas. Potencialmente más perjudicial para la Eurozona es el desarrollo de la guerra comercial entre los EE.UU. y China, que también podría afectar indirectamente a las exportaciones europeas. El Reino Unido y la UE continúan enfrentándose por el aspecto que debería tener una futura relación comercial, lo que significa que la posibilidad de un Brexit duro todavía no puede ser descartado.

sólida y se espera que la tasa de desempleo de 2018 promedie 8.3%, en comparación con 9.1% en 2017, y continúe ajustándose en 2019 cerca de 8%.

Los salarios se están recuperando, pero en general no son suficientes para compensar el aumento de la inflación. El crecimiento salarial es más alto en países con mercados laborales relativamente estrechos, como Alemania e Irlanda. La inflación aumentó desde principios de año, alcanzando el 2,1% en septiembre en comparación con el 1,3% en enero. Se espera que el crecimiento del consumo alcance el 1,4% en 2018.

### **EL GOBIERNO DE ITALIA PROBARÁ EL ESPACIO FISCAL**

Italia es uno de los países más vulnerables de la eurozona debido a su bajo crecimiento económico, su alta deuda pública (131% PIB) y el sector

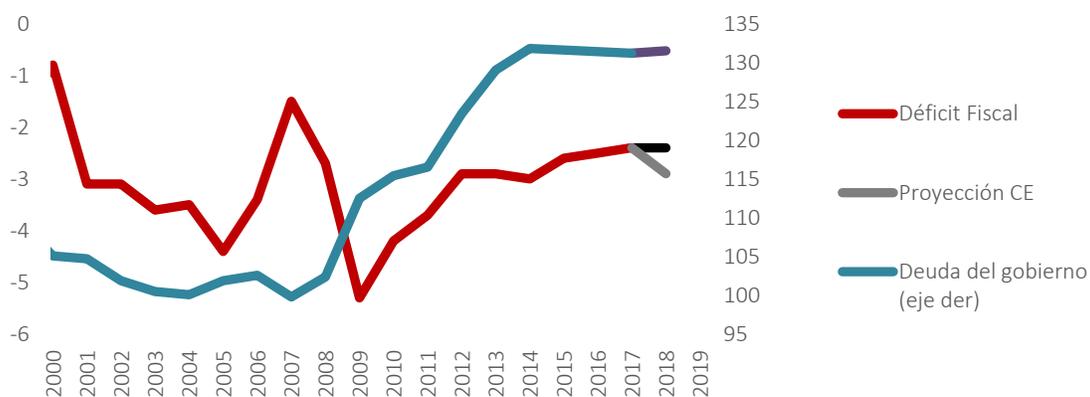
bancario aún vulnerable con altos niveles de inversiones en deuda pública. El desempeño post crisis financiera ha sido pésima. El crecimiento del PIB ha promediado solo el 0,2% anual desde 2010, en comparación con un promedio del 1,5% en la década anterior a la crisis financiera de 2008.

La deuda del gobierno aumentó de un poco más del 100% en 2008 a 131% en 2018 y se esperaba que disminuyera gradualmente con el gobierno anterior. Sin embargo, el nuevo gobierno populista de Italia, formado a principios del verano, propuso una agenda económica ambiciosa a principios de este año que costaría alrededor de EUR\$100 mil millones al año (5,5% del PIB). Los planes presupuestarios del gobierno italiano que se publicaron en septiembre fueron revisados en diciembre e indican que el gobierno apunta a un programa más modesto que empuja el déficit del gobierno a 2.04% en 2019, desde el 2.4% propuesto inicialmente. Adicionalmente,

recortó su previsión de crecimiento a 1% desde el 1.5% inicial; mientras que la deuda seguiría estando cerca del 130%

Cuanto más cerca era el déficit presupuestario propuesto al 3% del PIB, mayor era la probabilidad de que se produjera una fuerte reacción negativa de la Comisión Europea y de los mercados financieros, que se preocupan por una deuda pública insostenible, que también representa una amenaza para el sector bancario. La diferencia entre los rendimientos de los bonos del gobierno italiano y los de Alemania se disparó después de la elección del nuevo gobierno alrededor de la publicación del plan presupuestario. Esto evidencia una señal de incomodidad en caso de que el gobierno no logre materializar los nuevos planes de gasto del gobierno y las nuevas proyecciones, que para algunos analistas siguen siendo ambiciosos.

**GRÁFICA 10**  
Balance del Gobierno Italiano



El BCE redujo sus compras mensuales de activos netos en virtud del programa de estímulo monetario extraordinario a EUR 15 mil millones a finales de septiembre y finalizó las compras para fines de este año. El BCE ahora parece menos convencido de que la inflación convergerá a su objetivo de mediano plazo del 2%. Las recientes cifras de la inflación general apoyan esta opinión, pese al repunte de la inflación en octubre que se debió en parte a los mayores precios de la energía.

Se espera que el crecimiento de la inversión se mantenga relativamente estable este año y en 2019 en comparación con 2017. La inversión empresarial está respaldada por condiciones de financiamiento favorables y una alta utilización de la capacidad. Los préstamos bancarios a corporaciones no financieras y hogares continuaron expandiéndose durante el 1S2018 y las tasas de préstamos bancarios se mantuvieron cercanas a sus mínimos históricos. El continuo dinamismo en los mercados de vivienda apoya la inversión residencial, impulsada por el aumento de los precios de la vivienda, las perspectivas de ingresos favorables y las bajas tasas de interés.

Los bancos han avanzado en la consolidación de sus balances: los préstamos no redituables (NPL) se han reducido aún más, aunque el nivel de dichos préstamos sigue siendo alto en algunos países (Italia, Grecia) y las posiciones de capital han mejorado. Sin embargo, la presión para apuntalar aún más los balances continúa pesando sobre el crecimiento de los préstamos.

En el mercado cambiario el euro (EUR) estuvo altamente impactado a lo largo de 2018 debido a la fortaleza global del dólar, y principalmente a la inestabilidad política que atravesaron países como Italia y Alemania. Los operadores del mercado de divisas continúan aumentando sus posiciones cortas sobre la moneda única, que actualmente alcanzan máximos no observados desde 2017 apoyados en el débil crecimiento económico de la región.

Los inversionistas preocupados por la posición insostenible de Italia salieron de los bonos del gobierno y elevaron de manera significativa la prima de riesgo de este país. La amenaza de contagio a otros soberanos europeos no debe ser subestimada, sobre todo después de lo ocurrido en 2011-2012 tras la crisis de la deuda griega. Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) ha señalado que los datos muestran una lectura menor a la esperada por lo cual ha aumentado el escepticismo sobre la posibilidad de que los riesgos de la economía se mantengan equilibrados, y que efectivamente se lleve a cabo el inicio del ajuste monetario. Algunos factores como los cambios regulatorios en Alemania que afectaron la producción, y las preocupaciones del sector privado sobre el comercio han jugado un papel más importante sobre la desaceleración de lo esperado.

Consideramos que el euro continuará bajo presión en el corto plazo en medio de la fortaleza relativa de la economía norteamericana y los factores internos, entre los que destacamos el desbalance en las cuentas del gobierno italiano, el Brexit, la débil dinámica de crecimiento y la reciente preocupación sobre el futuro de la política alemana luego que la canciller, Ángela Merkel, renunciara al

liderazgo de su partido y anunciara la intención de dejar su cargo una vez se cumpla el plazo de su mandato en 2021.

Si bien el margen de ganancias de la moneda única se mantiene limitado esperamos que, una vez el ruido generado por Italia desaparezca, y la Unión Europea logre a un acuerdo con el Reino Unido, el euro (EUR) encuentre apoyo. Vemos un potencial de recuperación en el euro y mantenemos un sesgo alcista que se materializaría en la segunda mitad de 2019 a medida que el BCE orienta su política monetaria hacia una postura menos acomodaticia y

empieza a elevar sus tasas de interés, mientras que la Fed se acerca al fin del endurecimiento de su política. Esperamos que se comience a cerrar la divergencia política y de crecimiento entre la Unión Europea y EE.UU.; y se reduzca la ventaja relativa de los rendimientos en este último. Esto parece probable sin el riesgo de evidenciar una crisis del euro, por lo que el mercado podría verlo como una señal del inicio de un ciclo de normalización, aunque a un ritmo más gradual que el de la Fed. Bajo este contexto esperamos que la moneda única se ubique hacia el final del año 2019 en 1.25 dólares por euro.

## ■ La economía de EE.UU. sigue robusta pese a los crecientes riesgos políticos.

Si bien la incertidumbre política de los EE.UU. ha tomado la delantera como uno de los riesgos clave para la perspectiva global, la economía estadounidense está sorprendiendo todas las expectativas. El crecimiento de base amplia debería proporcionar aislamiento frente a posibles errores en las políticas, especialmente en relación con el comercio, pero también el sobrecalentamiento de estímulos procíclicos adicionales que impulsan aumentos más rápidos de las tasas de interés, hasta 2019. Pero estos riesgos a la baja pueden causar un dolor localizado y / o provocar la próxima desaceleración. La economía se expandiría un 2,9% en 2018, su tasa de crecimiento anual más alta desde 2005. Con la confianza de los hogares y las empresas aún fuerte y con un sólido impulso en el 4T, la perspectiva para 2019 se mantiene sólida, esperando ver otra expansión de 2.5%.

### **PANORAMA FUERTE CON ALGUNOS SIGNOS DE MODERACIÓN.**

La economía de los EE.UU. está experimentando un crecimiento de base amplia: el consumo privado sigue siendo el principal impulsor, ya que los inventarios muestran el único obstáculo negativo para el crecimiento del PIB hasta el momento en 2018. La inversión empresarial continúa creciendo de manera constante, sin inmutarse por la incertidumbre de la política comercial y respaldada por la desregulación y el gasto gubernamental. Desde el 4T2017, los recortes de impuestos y el aumento del gasto también han provocado un aumento positivo en el crecimiento del componente de gasto del gobierno. Con un aumento extraordinario en las exportaciones de soja por delante de los aranceles chinos,

el crecimiento del PIB aumentó a 4.2% interanual en el 2T18. El ímpetu se mantiene fuerte con el 3T registrando un crecimiento de 3.5%, pero es probable

que el 2T18 haya marcado el pico de este ciclo.

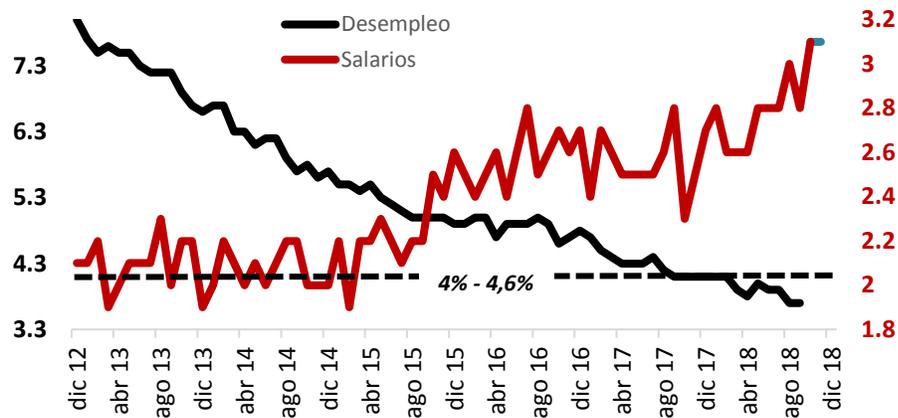
**GRÁFICA 11**  
PIB



Respaldada por el estímulo fiscal y los precios de la energía, la inversión empresarial está mostrando parte de su crecimiento más dinámico hasta ahora en este ciclo de recuperación. El crecimiento de la inversión aumentó un 8,7% en el 2T18 y se espera que totalice un 7,0% en 2018. La producción de petróleo crudo está aumentando rápidamente, de 9.4 mbpd en 2017 a 11.7 mbpd en 2018. La actividad del sector energético es un factor clave para el sólido panorama empresarial. Pero el impulso general está comenzando a disminuir a medida que los efectos rezagados de los recortes de impuestos se desvanecen, el dólar fuerte pesa sobre la competitividad de las exportaciones, así como el aumento de los precios del petróleo y la escalada de la guerra comercial aumentan las presiones sobre los precios internos. Como tal, se pronóstica que la inversión se desacelere a 3.5% en 2019.

La demanda interna sigue siendo uno de los puntos más brillantes de la economía y no muestra signos de desaceleración. A partir del crecimiento del 2.5% en 2017, el consumo privado crecerá otro 2.6% tanto en 2018 como en 2019, respaldado por un mercado laboral muy ajustado. El desempleo ha descendido aún más este año hasta el 3,9%, cerca de su nivel más bajo desde 1969, y el crecimiento del empleo sigue siendo sólido y abarca una amplia gama de sectores. El crecimiento salarial también está mostrando señales de que podría estar ganando más impulso con un 3,2% (frente al mínimo de 2,6% en mayo), particularmente en algunos sectores como la tecnología y la construcción. Si bien esto puede indicar una desaceleración en el crecimiento del empleo durante el próximo año, también debería apoyar la tasa de participación del 62.7%.

**GRÁFICA 12**  
Mercado Laboral



La sensibilidad de la economía a tasas de interés más altas podría ser mayor a lo esperado por el mercado. Si bien el consumo podría verse poco afectado luego del desapalancamiento de los hogares tras la gran recesión, la inversión de las empresas podría tener dificultades si el creciente costo del dinero afecta la demanda de crédito comercial e industrial, y se limita la capacidad del sector privado para emitir nueva deuda. Por su parte, el mercado inmobiliario enfrenta una menor dinámica en las ventas de vivienda, así como en los inicios de construcción.

**LOS RIESGOS DE POLÍTICA SON ELEVADOS**

Si bien las perspectivas económicas son positivas, los riesgos de las políticas siguen aumentando en los EE.UU.. Entre la política monetaria, fiscal y comercial, el riesgo de que EE.UU. se dispare al final del ciclo económico es alto.

La Reserva Federal está en camino de continuar con el ajuste monetario para mantener la tasa de inflación en su objetivo del 2%, ya que el desempleo se encuentra en mínimos históricos.

Recientemente las declaraciones de los miembros del FOMC sugieren que la Fed podría comenzar a ponderar los riesgos a la baja sobre los mercados internacionales tomando una postura que indica un ajuste monetario menos agresivo.

La tasa de interés objetivo ahora está en un rango de 2.25% a 2.5%, tras la subida de 25 pb en diciembre. En 2019, esperamos dos alzas. Si bien las condiciones monetarias siguen siendo fáciles, esto pondrá a prueba cada vez más la actividad comercial y pesará sobre el poder de compra. Las alzas demasiado rápidas podrían arrojar agua fría a la economía caliente para fines de 2019, pero esperamos que se mantenga estable en línea con la inflación y las lecturas del mercado laboral.

La política fiscal, por otro lado, está agregando combustible a la economía en auge y está retirando elementos del kit de herramientas para estimular la economía en una recesión. Si bien el crecimiento económico sólido, el bajo desempleo y un mercado de valores sólido deberían ayudar a frenar el déficit fiscal, los

recortes fiscales masivos y el aumento del gasto público lo están ampliando considerablemente. De hecho, el estímulo está contribuyendo a un mayor crecimiento del PIB, pero no lo suficientemente rápido como para mantener el déficit bajo control, ya que ahora se prevé que se incremente al 4,6% del PIB en 2018. Además, esta política fiscal procíclica fomenta la presión inflacionaria que empuja a la Fed a actuar, compensando el impacto positivo sobre el PIB. Lo que es más crítico, menos espacio fiscal y niveles más altos de deuda limitarán las opciones de políticas del gobierno para apoyar a la economía en caso de una recesión, produciendo una desaceleración más profunda.

Finalmente, la incertidumbre de la política comercial sigue siendo un alto riesgo para las empresas y los consumidores de EE. UU., que puede provocar la próxima desaceleración más rápidamente de lo esperado ante la fortaleza económica actual. Los aranceles recientemente implementados ya están teniendo un impacto negativo en las exportaciones de bienes. Si bien USMCA reduce los riesgos comerciales con México y Canadá y el

diálogo con la UE reduce las posibilidades de riesgo allí, la posición comercial de la administración actual sigue siendo muy incierta. Además, con todo el enfoque en China, el riesgo de nuevas represalias sigue aumentando. Si bien esto puede no ser un riesgo sistémico en este punto, las consecuencias negativas para algunos sectores específicos, como la tecnología y la agricultura, podrían causar graves daños. A nivel de toda la economía, la política comercial está lista para aumentar la inflación haciendo que los componentes importados sean más caros.

En general, la formulación de políticas en los EE.UU. enfrenta una triple amenaza frente a una economía doméstica excepcionalmente fuerte. Sin embargo, el impulso económico sigue siendo fuerte a pesar de estar muy avanzado en este ciclo económico, ofreciendo confianza de que la próxima recesión aún no se producirá en 2019. Sin embargo, está claro que la incertidumbre de las políticas es alta, lo que aumenta el riesgo de que la recesión ocurra antes y posiblemente reduce la capacidad de reacción del gobierno para abordarlo.

## ■ Perspectiva del Reino Unido Lento, Amenazada por Interrupciones Brexit

En medio de la volatilidad política y las intensas negociaciones por delante del Brexit, la economía del Reino Unido se debilitó en 2018. El fuerte impulso de la actividad económica en 2018 se disipó más rápidamente de lo esperado debido a las condiciones climáticas adversas en el

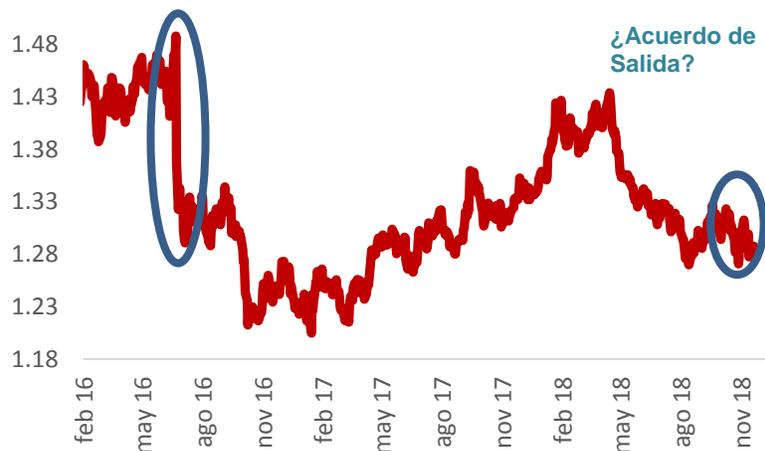
primer trimestre, lo que hizo que la demanda de los consumidores disminuyera. La incertidumbre relacionada con el Brexit y la debilidad de la demanda han impedido un repunte significativo en el crecimiento desde entonces. Esto ha motivado una revisión

a la baja del pronóstico de crecimiento del PIB de 2018 a 1.3%.

En 2019, se espera que la economía del Reino Unido continúe expandiéndose a un 1.5%, pero con la salida del país de la UE en marzo, esta perspectiva está sujeta a una incertidumbre excepcional. Por su parte, bajo un contexto de acuerdo Brexit el BoE brindaría una orientación más clara sobre la necesidad de un ajuste monetario adicional con mayores tasas de

interés, considerando que la evidencia de presiones inflacionarias por salarios más altos se ha vuelto más clara. Lo anterior sumado a que una perspectiva económica estable, esperamos que la libra (GBP) tenga cierta recuperación ya que ha permanecido deteriorada por los costos políticos y económicos del Brexit, y que el tipo de cambio se valorice frente al dólar, por lo que finalizaría 2019 en 1.37 dólares por libra

**GRÁFICA 13**  
Libra Esterlina



## EL DESAGRADABLE BREXIT PRESENTA UN RIESGO A LA BAJA

Las autoridades monetarias han sido enfáticas sobre las consecuencias de una salida de la Unión Europea (UE), y han condicionado su senda de política al desarrollo de las negociaciones del Brexit debido a la alta incertidumbre que genera. Los intentos del gobierno británico para formular un plan que le permita salir sin problemas de la Eurozona en marzo de 2019 siguen siendo un riesgo para la

cotización de la libra (GBP) y para el desarrollo de la economía. Hasta ahora, las negociaciones no han avanzado hacia un acuerdo que sea aceptable para la UE o viable para los diversos intereses políticos en el Reino Unido. Las principales diferencias entre los equipos del Reino Unido y Europa surgen en cómo proceder respecto a la frontera entre la

República de Irlanda e Irlanda del Norte con el fin de evitar puestos de control.

Lograr que el Parlamento británico acepte los términos de negociación ofrecidos por la primera ministra, Theresa May, y el equipo de negociaciones de la Unión Europea ha sido uno de los principales obstáculos para lograr un acuerdo. May firmó un pacto de “apoyo y suministro” con el Partido Unionista Democrático (DUP) a mediados del 2017, el cual establece que el gobierno no puede aceptar un acuerdo que deje a Irlanda del Norte aislada del Reino Unido bajo las normas aduaneras de la UE. Así, la incertidumbre sobre si el actual gobierno podrá continuar en el poder y lograr un acuerdo de salida, debido a que los intentos de los parlamentarios pro-Brexit para llevar a cabo un voto de confianza y quitar el poder a May han aumentado recientemente, e incrementan las probabilidades de alcanzar un “Hard Brexit”.

La perspectiva lenta pero estable descansa en un Brexit ordenado. A solo meses (29 de marzo 2019) del Brexit, sigue siendo incierto que se alcance un acuerdo, lo que deja al Brexit con un grave riesgo a la baja, en particular debido a la cuestión de la frontera irlandesa. Nuestro escenario base muestra un contexto donde se llegaría a un acuerdo sobre los términos de retiro para evitar un Brexit desordenado, teniendo en cuenta que a medida que se acerca la fecha límite los incentivos de ambas partes para lograr un acuerdo aumentan.

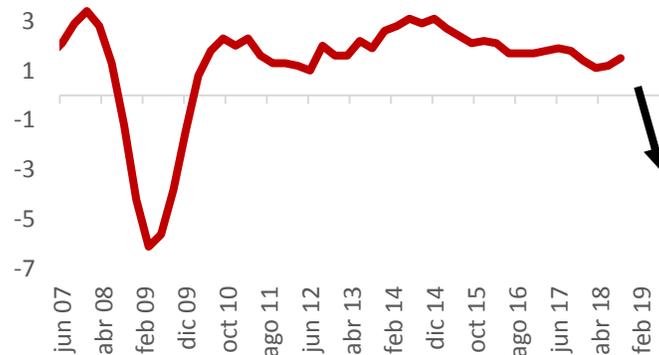
Consideramos que el Reino Unido no se arriesgará a abandonar la Unión Europea sin obtener algún tipo garantías por lo que si un escenario de no acuerdo se hace

más probable, esperamos aumente el apoyo para extender el plazo de las negociaciones asegurándose de resolver cada una de las diferencias con la Unión Europea, en el marco del Artículo 50 del Tratado de Lisboa. Otra alternativa del Reino es solicitar la inclusión a la Asociación Europea de Libre Comercio (AELC), organización que elimina los obstáculos al comercio, promueve la cooperación entre sus miembros y preserva el interés nacional sin ceder soberanía.

Los riesgos para la economía del Reino Unido de una salida dura y disruptiva de la UE siguen siendo altos lo que conlleva un importante riesgo a la baja para las perspectivas de 2019 teniendo en cuenta que el Reino Unido podría quedar sin socios comerciales cercanos. El Ministerio de Sanidad británico podría enfrentar un costo de € 2,200 millones que pueda limitar el almacenamiento y suministro de medicamentos. El gobierno británico ha advertido que los pagos con tarjeta para la compra de productos de la UE podrían ser más costosos, mientras que los británicos que viven en Europa podrían perder el acceso a sus cuentas bancarias del Reino Unido, lo que dificultaría el cobro de sus pensiones y salarios. Esto último se debe a que las firmas británicas perderían sus derechos en el “Espacio Económico Europeo” ya que no habría libre circulación de mercancías, servicios, capital y de personas, afectando la capacidad de sus clientes para continuar accediendo a sus servicios. Asimismo, como el libre comercio de productos quedará inservible las firmas británicas importadoras deberán incurrir en costos adicionales y llenar nuevos formularios aduaneros para esos productos entrantes.

## GRÁFICA 14

### PIB - Brexit Desordenado



Un desglose de las negociaciones en este punto deja solo el tiempo suficiente para que el Reino Unido establezca el más crítico de los tratados reguladores y de comercio internacional, lo que significa un aumento sustancial de los aranceles y barreras no arancelarias en el comercio del Reino Unido en marzo de 2019. El golpe a la libra esterlina que se depreciaría hasta niveles de 1.18 mitigaría parte del impacto negativo en el

comercio, pero elevaría la inflación a más del 4%, lo que limitaría el poder adquisitivo del consumidor. El ajuste monetario del Banco de Inglaterra ciertamente se revertiría para combatir el aumento temporal de la inflación y la política fiscal se aflojaría para ayudar a amortiguar la economía. En este escenario negativo, esperamos que el crecimiento del PIB en 2019 se desacelere marcadamente a 0.5%.

## ■ Asia Avanzada

### Perder Impulso a Medida que Disminuye el Comercio

El crecimiento económico en las economías desarrolladas de la región de Asia y el Pacífico se está desacelerando. Al ser en su mayoría economías altamente abiertas, la región experimentó un sólido crecimiento a través de la reactivación del comercio en 2017, pero la desaceleración del comercio mundial además del crecimiento más lento del PIB en China se está traduciendo en perspectivas más débiles en 2018 y 2019.

**LA PERSPECTIVA JAPONESA ES ESTABLE.**

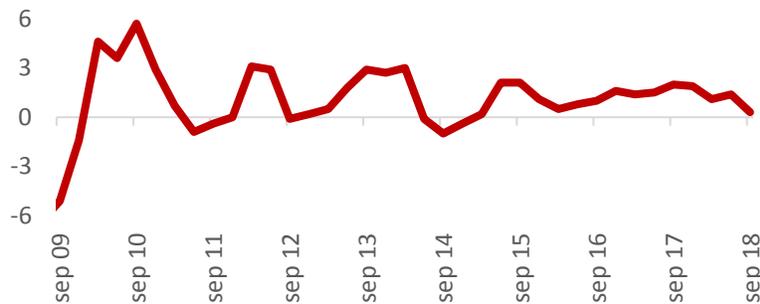
Con un entorno externo menos complaciente y la disminución del estímulo fiscal, el crecimiento del PIB se está desacelerando a tasas más características del 1,0% en 2018 y del 1,1% en 2019. Este crecimiento se basa en una demanda interna cada vez más sólida.

El mercado laboral continúa fortaleciéndose y la tasa de desempleo se ubica cerca de mínimos históricos (2,4%) permitiendo un ligero impulso de los salarios. El crecimiento del salario real ha

aumentado a una tasa cercana a la más alta en 21 años, lo que podría llevar a que leves presiones sobre la inflación puedan estar en el horizonte en la medida que persista la escasez de mano de obra. Sin embargo, estas presiones inflacionarias

siguen siendo esquivas y el Banco de Japón (BoJ) mantiene su compromiso de mantener su política expansiva durante más tiempo. En este entorno, las perspectivas para el consumo privado son positivas.

**GRÁFICA 15**  
PIB JAPÓN



El BoJ hasta ahora ha logrado con éxito controlar los rendimientos de los títulos de 10 años, pero a partir de julio de 2018 modificó su política de control de la curva de rendimientos permitiendo una banda de mayor volatilidad en la tasa de los bonos a diez años respecto a su nivel de referencia de 0% (la tasa se puede mover entre 0 y 20 pbs). Se espera que la autoridad monetaria continúe flexibilizando el control de la curva de rendimientos, lo que consideramos como un cambio de política, por lo cual podría comenzar a discutirse una reducción en el estímulo monetario a finales de 2019 o inicios de 2020, a medida que la inflación se acerque al objetivo del BoJ. Así, el mercado podría evidenciar una menor cautela por parte del emisor bajo un contexto en el cual los miembros del comité se han vuelto más abiertos en el cambio de política; mientras el mercado comienza a descontar el final de un ciclo

alcista en las tasas de la Fed, el yen se apreciaría en la segunda parte de 2019.

Los principales riesgos para la tasa de cambio son la incertidumbre sobre las políticas proteccionistas de EEUU y la evolución del comercio mundial, así como la posibilidad que la administración de Trump comience a poner aranceles a Japón debido a que mantiene un importante superávit comercial con EE.UU. Por su parte, las elecciones a la Cámara que se celebrarán en el verano de 2019 podrían generar incertidumbre.

Japón posee una gran posición de superávit de cuenta corriente, la cual se ha estabilizado cerca de niveles máximos favorecida por los ingresos recibidos asociados a los activos internacionales. El estado de acreedor neto con el resto del mundo limita el efecto de las repentinas reducciones de los flujos de capital externo, por lo que en un contexto de mayor riesgo presenta una prima de

seguridad, y respalda las valorizaciones de la moneda en el mediano plazo. El yen se ha depreciado en los últimos seis meses debido a la ampliación del diferencial de tasas de interés con los EE. UU., pero se prevé que se aprecie durante el período de previsión a medida que el crecimiento de los EE. UU. se desacelera. Bajo este contexto esperamos que el yen finalice el 2019 sobre la figura de 108 yenes por dólar.

En 2019, el Primer Ministro Abe avanzará con un aumento del impuesto al consumo que pesará sobre el gasto, pero también ha comprometido un gasto gubernamental adicional para compensar este impacto negativo. El crecimiento de las exportaciones

se está desacelerando debido a la disminución del crecimiento del comercio mundial y al creciente riesgo de proteccionismo. Frente a los vientos en contra del comercio, Japón continúa desempeñando un papel principal en el comercio multilateral global.

Se espera que el Tratado de Asociación Transpacífico (CPTPP por sus siglas en inglés) entre Japón y otros 10 países del Pacífico entre en vigencia a fines de 2019. Japón también ha expresado interés en que el Reino Unido se una al acuerdo comercial. La demanda de bienes de capital japoneses sigue siendo resistente y el gasto en I + D para nuevas tecnologías sigue aumentando. Esto, además de los próximos Juegos Olímpicos de Tokio en 2020, continuará aumentando la inversión empresarial hasta el 4.7% en 2018, antes de disminuir ligeramente en línea con el menor comercio en 2019.

Al igual que en Japón, la desaceleración del comercio mundial está causando que el impulso de las exportaciones disminuya en el resto de la región, reduciendo las expectativas de crecimiento del PIB. Hong Kong, en particular, ha experimentado una marcada desaceleración en el crecimiento de las exportaciones, ya que las lecturas del PMI reflejan una menor demanda china y la incertidumbre en torno a la escalada del conflicto comercial entre EE.UU. y China. La desaceleración de las exportaciones australianas se debe a un alto nivel de referencia de la recuperación de los envíos de carbón y mineral de hierro, pero las perspectivas siguen siendo positivas, ya que la vulnerabilidad a las tensiones comerciales es limitada. Las tensiones comerciales también han tenido un impacto limitado en Singapur, Corea del Sur y Nueva Zelanda. La demanda de semiconductores y productos petroquímicos coreanos ha continuado apoyando el crecimiento de las exportaciones allí, ya que la fuerte actividad manufacturera en Singapur contribuye a la resiliencia.

En general, esta región es la más vulnerable a la escalada de la guerra comercial chino-estadounidense. Algunos de los sectores objetivo ven una gran parte de su valor agregado derivado de multinacionales no chinas que operan en China, importando bienes de alto valor agregado de estas economías. Con esta cadena de suministro asiática altamente integrada, sin duda habrá desbordes en estas economías pequeñas e intensivas en comercio como Hong Kong, Singapur, Corea y Taiwán. Estos mercados se encuentran entre los más vulnerables a las revisiones de crecimiento a la baja asociadas con la incertidumbre comercial y los aranceles. Sin embargo, una guerra

comercial no debe ser desestabilizadora para estos países, ya que se benefician

de altos amortiguadores para mitigar los efectos negativos.

# ECONOMIAS EMERGENTES

## Perspectivas y Riesgos

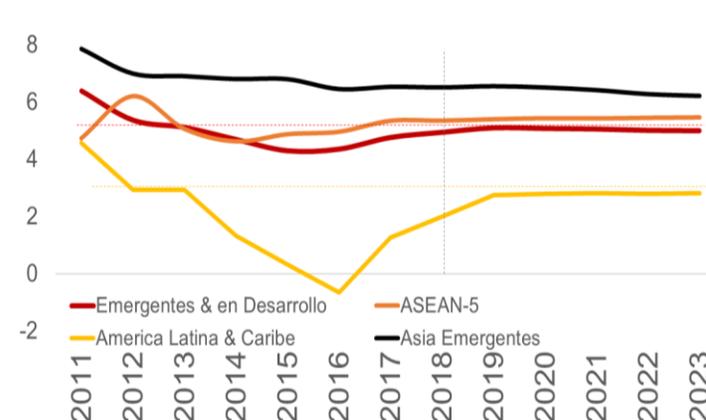


El ambiente externo menos favorable destaca debilidades internas. Durante 2018, varios acontecimientos dieron motivos para preocuparse por las perspectivas de crecimiento para las economías de mercados emergentes (EM). La escalada de la guerra comercial entre EE. UU. y China, el ajuste monetario de la Reserva Federal y la creciente aversión al riesgo asociada a los mercados emergentes dejarán su huella. Un dólar estable y tasas de interés más altas en las economías avanzadas pueden tener un impacto adverso en los mercados emergentes con una deuda grande, no cubierta, en moneda

extranjera y bajos buffers de expansión. Estos países en particular no tienen espacio para cometer errores en las políticas, ya que esto tendría un impacto negativo en la confianza de los inversionistas.

A pesar de estos desarrollos adversos, una crisis de mercados emergentes o incluso una desaceleración severa del crecimiento en las regiones descritas en este capítulo no es lo que esperamos. Las consecuencias de la guerra comercial y el ajuste monetario varían de un país a otro, en línea con las diferencias entre ellos.

**GRÁFICA 16**  
Expectativas de Emergentes



## ■ Asia Emergente

### La Guerra Comercial no Arruina al Partido

Durante muchos años, las economías emergentes de Asia han sido el principal motor de crecimiento de la economía mundial. China, India y los países de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN: Brunei Darussalam, Camboya, Indonesia, Laos, Malasia, Myanmar, Filipinas, Singapur, Tailandia, Vietnam y Papua Nueva Guinea) han contribuido fuertemente al crecimiento del PIB mundial. Este será el caso este año también. La guerra comercial, por supuesto, tendrá impacto porque China y los EE. UU.

son los principales destinos de exportación para muchos países de la región, y sus economías forman parte de las cadenas de suministro mundiales que pueden verse afectadas por una economía mundial más débil. Sin embargo, el crecimiento del PIB sigue siendo alto porque la demanda interna se mantiene fuerte y hay espacio para políticas macroeconómicas compensatorias. Para algunos países, como Vietnam, la guerra comercial también tiene algunas consecuencias positivas.

Con respecto al ajuste de la Reserva Federal, consideramos poco probable que los mercados emergentes en general, y también los de Asia, enfrenten una crisis financiera debido a mayores tasas de interés relativamente mayores en los EE. UU., y el menor apetito de riesgo de los mercados financieros. Los inversionistas globales son conscientes de que en la última década las políticas macro sólidas han fortalecido a la mayoría de las economías. Las reservas más grandes y

los tipos de cambio flexibles son razones para esperar que los países que dependen del financiamiento externo puedan hacer frente a la disminución del apetito por sus bonos y acciones. En conclusión, gracias a las buenas decisiones políticas, las perspectivas para Asia emergente siguen siendo bastante optimistas.

#### **LAS GRANDES SALIDAS DE CAPITAL SON UNA LLAMADA DE ATENCION PARA LOS MERCADOS EMERGENTES**

Las economías de mercados emergentes (EM) cayeron en desgracia a nivel mundial durante los primeros meses del verano. Esto se reflejó en salidas de capital y depreciación de sus monedas, especialmente en países con incertidumbre política.

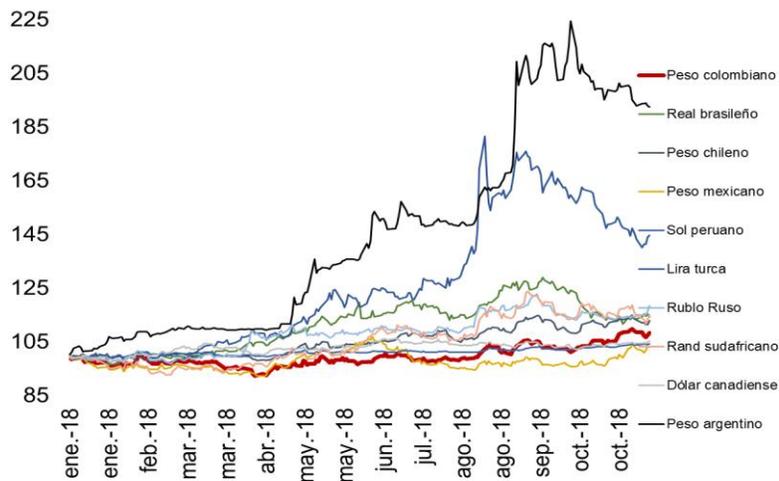
Esto fue particularmente fuerte para Argentina y Turquía, donde comenzó la crisis. Recientemente se han recuperado un poco, pero ambos países sufrieron graves crisis monetarias, lo que provocó una depreciación de más del 50% para el peso y más del 40% para la lira en sus máximos. Esta situación arrastró a otros países como Sudáfrica e Indonesia, pero no sin razón. La mayoría de esos países están lidiando con la incertidumbre política y/o las debilidades externas y fiscales que explican la retirada de apuestas en el mercado. La dependencia excesiva de las inversiones de cartera volátiles en la financiación de déficits externos hace que países como Argentina, Turquía y Sudáfrica sean particularmente vulnerables a los cambios en el sentimiento del mercado.

Los inversionistas retiraron capitales de bonos y acciones por valor de USD 2 mil millones de Turquía en el 2T. Un contraste doloroso con el ingreso trimestral promedio de portafolio de USD 3 a 4 mil millones. En Argentina, las salidas de

capital de los residentes exacerbaron el efecto de las salidas de no residentes. En Sudáfrica, las entradas de portafolio disminuyeron debido a la creciente incertidumbre de las políticas, lo que puso nerviosos a los inversionistas.

## GRÁFICA 17

### Tasas de Cambio Normalizadas



Estas fuertes depreciaciones monetarias son una advertencia para los demás países vulnerables dado que no tienen margen para cometer errores de política.

Pese a lo anterior, algunos países de EM escaparon de la agitación. Los países de la región del Medio Este & Norte de África (MENA por sus siglas en inglés: Argelia, Bahrein, Djibouti, Egipto, Irán, Irak, Israel, Jordania, Kuwait, Líbano, Libia, Malta, Marruecos, Omán, Qatar, Arabia Saudita, Siria, Túnez, Emiratos Árabes Unidos, Cisjordania y Gaza, y Yemen) por ejemplo, continuaron recibiendo fondos sustanciales del exterior. Los

exportadores de petróleo estaban protegidos por el aumento de los precios del petróleo y las divisas al dólar. Si bien los importadores de petróleo deberían ser más susceptibles a las reversiones del flujo de capital, dados los persistentes déficits gemelos, los altos niveles de deuda pública y el aumento de la factura de las importaciones de petróleo, también para ellos, las presiones cambiarias siguieron siendo sorprendentemente limitadas. La capacidad de recuperación de Egipto puede explicarse por el sólido progreso de la reforma en el marco del programa del FMI. Esto demuestra que las políticas sanas son recompensadas.

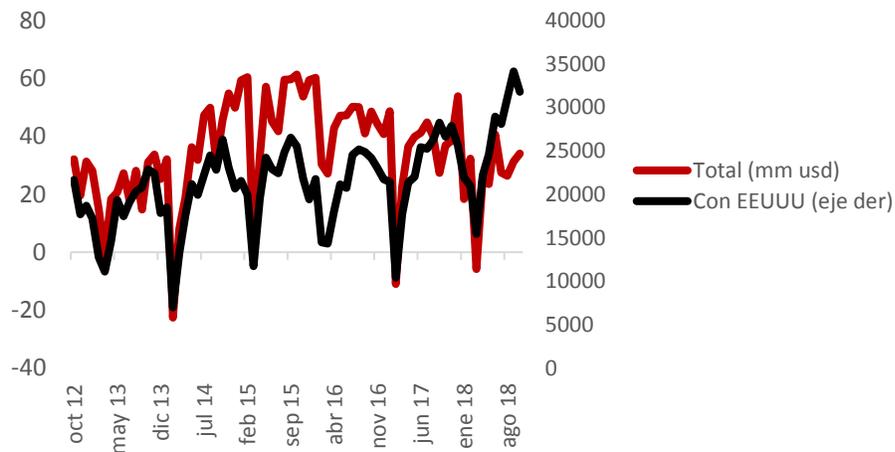
## ■ China

### La Guerra Comercial no Cambia el Escenario de Aterrizaje Suave... Aún.

Siendo el principal objetivo de EE.UU. en la escalada de la guerra comercial, puede ser notable que las perspectivas económicas para China no se hayan deteriorado. Para 2018 y 2019, esperamos que el crecimiento del PIB real alcance 6.6% y 6.2%, respectivamente. Esto todavía significa una desaceleración del crecimiento del 6.9% del 2017, pero el escenario original de aterrizaje suave está intacto. La primera razón para este pronóstico relativamente positivo es que el impulso general de crecimiento se mantuvo en lo que va del año. Tanto el consumo privado como la actividad inmobiliaria fueron resistentes en el primer semestre de 2018 y las inversiones corporativas y el gasto del gobierno se desaceleraron solo moderadamente. Las exportaciones se vieron favorecidas por una moneda más débil y una fortaleza continua de las exportaciones a los países de la ASEAN y los EE.UU.

Una segunda razón, que es importante para el próximo año y medio, es que los responsables de la formulación de políticas de China han empezado a suavizar su postura macro y han indicado que desean seguir avanzando si el crecimiento parece debilitarse drásticamente. La baja inflación da espacio a la flexibilidad monetaria, por ejemplo, al reducir los requisitos de reserva (encajes) para los bancos. En el frente presupuestario, se reducirá una serie de impuestos para las empresas y los consumidores. Además, el gobierno central ha ordenado a las autoridades locales que aumenten la emisión de papel especial de deuda para financiar nuevos proyectos de infraestructura, mientras que los reguladores han facilitado que los bancos retengan el papel de deuda de los gobiernos locales.

**GRÁFICA 18**  
Balanza Comercial de China



Los riesgos, sin embargo, son claramente a la baja. Como se explicó, las

autoridades tienen que caminar una línea fina para desapalancar la economía y

evitar un aterrizaje brusco de la tasa de crecimiento. Ya era difícil combinar la agenda de reformas de las empresas estatales, las finanzas públicas y el sistema financiero con un cambio hacia un crecimiento más lento, pero de mayor calidad. Ahora que las exportaciones se ven afectadas por los aranceles y las políticas compensatorias están desacelerando la reducción de la deuda, la cuerda se está volviendo cada vez más estrecha. También para China, este no es el momento para cometer errores de política.

Además de este riesgo a la baja a corto plazo, China tiene que hacer frente a la creciente resistencia a su papel en la economía mundial. La UE y Japón comparten las preocupaciones de los EE. UU. sobre los estrechos vínculos entre el estado y las empresas en China, el intercambio de tecnología por parte de empresas extranjeras que invierten en China y la ausencia de igualdad de condiciones en las relaciones comerciales. La propuesta "Belt & Road" (la iniciativa BRI), es una estrategia de desarrollo adoptada por el gobierno chino que involucra el desarrollo de infraestructura e inversiones en países de Europa, Asia y África. "Cinturón" se refiere a las rutas terrestres; mientras que "camino" se refiere a las rutas marítimas, o la Ruta de la Seda Marítima del siglo XXI.

El gobierno chino llama a la iniciativa "una oferta para mejorar la conectividad regional y abrazar un futuro más brillante". Sin embargo, los observadores lo ven como un impulso al dominio chino en los asuntos globales con una red comercial centrada en China), conectando inversiones directas con prácticas de

préstamos voluminosos, se encuentra con una creciente resistencia. Países como Malasia, Pakistán y las Maldivas están reevaluando los proyectos chinos en sus países. Si China no hace concesiones con respecto a su modelo económico específico, los EE.UU., la UE y Japón combinarán sus esfuerzos para cambiar o incluso combatir las prácticas de China.

## **EL YUAN BAJO PRESIÓN**

Durante 2015 y 2016 cuando el periodo de exportaciones se contrajo, el yuan chino se debilitó hacia la figura de 7 CNY por dólar previo a la recuperación sobre 6.3 CNY a medida que, el crecimiento global generó un efecto positivo que estimuló las exportaciones chinas. Las disputas comerciales entre EEUU y China revirtieron nuevamente la senda de la tasa de cambio hacia una importante desvalorización.

La guerra comercial entre las dos economías más grandes del mundo podría alcanzar una nueva fase en la medida que el Departamento del Tesoro pueda declarar a China como manipulador de su moneda; lo que sugeriría mayores tensiones comerciales, incluso si se logra un acuerdo antes de la fecha límite de negociaciones en marzo.

El gobierno ha tomado medidas para minimizar este riesgo y favorecer el crecimiento, con lo cual ha reducido tres veces la tasa de requerimiento de reservas (RRR) hasta 14.5% para aumentar la demanda de crédito de los hogares y empresas; y se espera una nueva reducción de 100 pbs en enero. A medida que continua la convergencia entre los fundamentales económicos de China y el comercio donde tenemos un sesgo más débil para el volumen de

exportaciones, y teniendo en cuenta que la liquidez seguirá apoyando la economía que se enfrenta a vientos en contra, donde cambios en el RRR han estado

correlacionados con movimientos de la moneda, prevemos que la tasa de cambio continuará debilitándose hacia la figura de 7 CNY.

## ■ India

### No hay Razón Para Preocuparse por la Rupia

Más que cualquier otra gran economía, la India sigue en una ruta de alto crecimiento. El crecimiento del PIB real en 2018 se aceleraría a 7.3%, recuperándose de la desaceleración del año pasado (6.7%). En 2019 hay un fuerte 7,4% en las apuestas, basado principalmente en la fuerte demanda interna, pero también una pequeña contribución positiva de las exportaciones netas debido a la política fiscal coordinada para frenar las importaciones y una rupia que favorece la dinámica de las ventas externas. Se espera que el crecimiento de las exportaciones del 2018 se acelere a 8.2% (de 6.5% en 2017) antes de desacelerarse a un 6.6%, aún saludable en 2019. Mientras que India tiene mucho menos exposición a la guerra comercial que China, el empeoramiento del sentimiento hacia los mercados emergentes tuvo su efecto en la rupia, como las monedas de otros países con "déficits gemelos".

En la India, tanto el déficit presupuestario como el déficit en cuenta corriente son relativamente limitados, pero las preocupaciones sobre la salud general del sector financiero no bancario luego del incumplimiento de la deuda de una gran empresa de financiamiento de infraestructura también desempeñaron un papel en el debilitamiento de la rupia. La posibilidad de consecuencias sistémicas es baja porque las autoridades tomaron medidas tranquilizadoras después del incumplimiento. La salida de capital y la depreciación de la moneda pueden persistir durante algunos meses, pero la economía es fuerte y relativamente cerrada, así como la inflación contenida, los sólidos ratios de reserva y la deuda externa manejable son razones para no preocuparse mucho por las consecuencias negativas de una rupia debilitadora.

## ■ El Sudeste Asiático

### Impacto Moderado en el Crecimiento Económico

Para el sudeste asiático, las consecuencias de la guerra comercial tienen un impacto mayor que para la India. Los cinco países más grandes de la región (Tailandia, Vietnam, Indonesia,

Malasia y Filipinas) tienen una economía relativamente abierta y, por lo tanto, a pesar de no ser afectados directamente por los aranceles de importación, experimentarán los vientos en contra

provenientes de un comercio mundial más débil. Sin embargo, un menor crecimiento de las exportaciones este año y el próximo no está dando lugar a un fuerte deterioro del crecimiento en uno de estos países. De hecho, la disminución del crecimiento de las exportaciones está relacionada principalmente con la desaceleración del crecimiento de la economía china, que se inició independientemente de la guerra comercial.

En Indonesia, la economía más grande de la región, el crecimiento de las exportaciones se está desacelerando sustancialmente este año. China es el destino más importante de Indonesia para las exportaciones de bienes y productos que representan más de la mitad de las exportaciones de bienes. Su cambio hacia una economía más orientada al consumo tiene un impacto negativo en las exportaciones de Indonesia. En el lado positivo, sin embargo, las exportaciones representan solo el 22% del PIB, que es notablemente más bajo que para Tailandia (78%) y Malasia (73%). Esto significa que en Indonesia la fuerte demanda interna compensará el arrastre de las exportaciones netas.

El gasto relacionado con las elecciones apoyará el consumo privado este año y principios de 2019, y las inversiones empresariales continuarán creciendo con fuerza. Se espera que el ajuste de la política monetaria, para proteger a la economía del impacto de las turbulencias del mercado, tenga un impacto menor en la demanda interna. Si bien las tasas de interés oficiales más altas apoyarán a la rupia, es probable que se produzca una mayor depreciación frente al dólar estadounidense. La moneda es vulnerable al ajuste monetario por parte

de la Reserva Federal y al apetito de riesgo decreciente de los mercados financieros porque los inversionistas extranjeros poseen aproximadamente el 40% de los bonos del gobierno de Indonesia.

La economía de Tailandia está resistiendo la guerra comercial razonablemente bien. El crecimiento de las exportaciones se desacelerará en los próximos dos años, pero no se esperan cambios drásticos como resultado de la guerra comercial entre EE.UU. y China. La demanda china de importaciones se está enfriando, pero las fuertes exportaciones de servicios en forma de turismo mitigan el impacto en el crecimiento de las exportaciones. El PIB real será apoyado por inversiones en infraestructura pública y consumo privado, ambos estimulados por el gobierno controlado por los militares para apuntalar su caída en popularidad. La baja inflación y un gran superávit externo que soporta el baht significa que hay un amplio margen para una política monetaria acomodaticia continua.

La economía altamente abierta de Malasia es más susceptible a una demanda externa más débil y, más específicamente, a una demanda más débil de China. Malasia es uno de los países más vulnerables a los aranceles que EE.UU. ha impuesto a las exportaciones chinas. Después de un rápido crecimiento de las exportaciones en la primera mitad del año, los altos efectos de base amortiguarán el crecimiento en la segunda mitad. Una normalización en la producción de gas natural apoyará las exportaciones en cierta medida, pero debido a la desaceleración esperada en el comercio mundial, el crecimiento de las

exportaciones este y el próximo año será menor que en 2017. Pero también aquí, la economía nacional mantiene el crecimiento del PIB a un nivel razonable. El gasto de los hogares sigue siendo elevado este año, dado el aumento de los subsidios a los combustibles para los ingresos disponibles y la sustitución del impuesto a las ventas y los bienes por un impuesto a los servicios de ventas más bajo. Sin embargo, el impacto de estas medidas disminuirá en el transcurso del próximo año y el aumento de las tasas de endeudamiento interno disminuirá el poder adquisitivo de los hogares. El aplazamiento o la suspensión de proyectos de infraestructura a largo plazo reducirá el crecimiento de la inversión fija bruta. El ringgit de Malasia tuvo un desempeño relativamente bueno este año, debido al superávit de la cuenta corriente y la regla del banco central de que el 75% de los ingresos de exportación deben convertirse al ringgit. Sin embargo, la moneda aún es vulnerable al empeoramiento de la confianza del mercado porque, como en el caso de Indonesia, una proporción relativamente grande de la deuda pública es propiedad de extranjeros.

El crecimiento económico en Filipinas se desacelerará gradualmente en los próximos dos años, pero esto puede atribuirse solo parcialmente a la pérdida de impulso de las exportaciones. Después del sólido desempeño del año pasado, el volumen de exportaciones aumentará un 8% aún saludable. El crecimiento de las importaciones de bienes y servicios seguirá siendo alto, lo que se traducirá en una contribución negativa de las exportaciones netas al crecimiento del PIB por cuarto año consecutivo. Al igual que en los países vecinos, la demanda

interna está reforzando el crecimiento del PIB. Los gastos del gobierno aumentarán más del 10% debido a un amplio programa de infraestructura y el consumo privado se mantiene fuerte debido a las remesas que apoyan los ingresos de los hogares. Junto a las exportaciones netas, la razón principal por la que el crecimiento del PIB se está desacelerando es que la inversión fija se está enfriando a partir de las tasas de dos dígitos publicadas en los últimos cinco años, debido a una política monetaria más estricta y al nerviosismo de los inversionistas en torno al controvertido gobierno del presidente Duterte.

Entre las cinco economías más grandes del sudeste asiático, Vietnam mantendrá la tasa de crecimiento más alta este año y el próximo, y un crecimiento de exportaciones relativamente fuerte contribuirá a eso. Las escaramuzas comerciales entre EE.UU. y China tendrán un impacto negativo en las exportaciones a China, que es el tercer destino de exportación, después de los EE.UU. y la UE. Pero, a diferencia de los otros países del sudeste asiático, Vietnam se beneficiará al ganar una mayor participación de mercado a expensas de China, especialmente en el sector de prendas de vestir confeccionadas (RMG). Vietnam es el tercer exportador mundial de RMG y exporta aproximadamente el 50% de él a los EE. UU. Pero también en otros sectores, Vietnam se encuentra en una posición relativamente buena, ya que casi el 20% del PIB depende de EE. UU. Como destino de exportación, mientras que este es del 6% al 7% para Malasia y Tailandia y solo del 2% al 3% para Filipinas e Indonesia. Si las compañías chinas deciden trasladar la producción a otros países (como lo hicieron cuando la

UE y EE. UU. Impusieron sanciones a los paneles solares chinos en 2012), Vietnam está en la mejor posición para adaptarse a ese cambio. La demanda interna

seguirá creciendo de manera saludable gracias al creciente turismo y las fuertes condiciones del mercado laboral.

## ■ América Latina

### Otro Año Decepcionante

América Latina se ha visto gravemente afectada por una crisis de confianza en la Argentina relacionada con los errores de política y la incertidumbre política en Brasil en el período previo a las elecciones. Como resultado, 2018 será otro año decepcionante para la mayor parte de la región, con una desaceleración del crecimiento económico en lugar de un fortalecimiento y un aumento de la inflación. América Latina continuará teniendo un desempeño inferior en 2019 respecto al de las otras regiones del mundo con riesgos principalmente a la baja. Además de los acontecimientos decepcionantes en dos de las economías más grandes de la región, las perspectivas a corto plazo para varias economías de América Central se vieron empañadas por una grave crisis política en Nicaragua. Combinado con la moderación del apoyo financiero de los EE. UU., esto proporciona espacio para que China amplíe su influencia en la región. En una nota más positiva, algunos puntos brillantes permanecen en América Latina, y las perspectivas de crecimiento para algunas economías andinas siguen siendo sólidas.

#### **BRASIL: ALINEADO A LA DERECHA, CON DESAFIOS POR DELANTE**

El ex capitán del ejército, Jair Bolsonaro, fue elegido nuevo presidente de Brasil en octubre en una plataforma antipersonal,

pro-armas y pro-privatización. El resultado significa un giro a la derecha en la economía más grande de América Latina. También ha puesto fin a un largo período de incertidumbre política, que a lo largo de este año comenzó a afectar negativamente la confianza de los inversionistas y el crecimiento económico afectado por una huelga de camioneros de diez días en mayo que paralizó el país. La creciente frustración con el establecimiento político y los altos niveles de corrupción y delincuencia generaron preocupación entre los inversionistas acerca de la continuidad de la agenda más amigable con el mercado iniciada por el gobierno de Temer saliente, lo que resultó en una fuerte depreciación (25%) del real.

La victoria de Bolsonaro y su elección del ex banquero de inversión Paolo Guedes como asesor económico y futuro ministro de economía han reducido estas preocupaciones. Aún está por verse si el presidente electo Bolsonaro logrará impulsar reformas muy necesarias, dados los muchos desafíos que enfrenta. En el frente político, se enfrenta a un Congreso profundamente fragmentado, altamente polarizado y menos experimentado, que complicará mucho la formulación de políticas. En el nuevo Congreso habrá 30 partidos en la cámara baja y 21 en el Senado. Los partidos de derecha y centroderecha tienen una mayoría

combinada en la cámara baja del 60%, lo suficiente para los tres quintos necesarios para las enmiendas constitucionales; pero no todos estos diputados se alinean con las políticas de Bolsonaro, en parte debido a los intereses creados que aún se creen dominantes.

El presidente Bolsonaro también es una figura muy controvertida y muchos brasileños están preocupados por los derechos humanos, las libertades civiles y la libertad de expresión bajo su presidencia. Por lo tanto, si será capaz de construir y administrar coaliciones de trabajo para impulsar reformas estructurales necesarias, particularmente aquellas que requieren mayorías constitucionales, es una pregunta aún por resolver.

En el frente económico, los principales desafíos son poner las finanzas del gobierno en un camino sostenible, elevar las tasas potenciales de crecimiento del PIB y mantener la inflación bajo control. El déficit fiscal de Brasil se mantiene alto en 7.5% del PIB, elevando la relación deuda pública a PIB a 77% de 74% en 2017. De lejos, la medida fiscal más urgente será la reforma pensional, suspendida por el presidente Temer a principios de 2018. De lo contrario, se superará un límite histórico de gasto público establecido en 2016 y la relación deuda pública / PIB continuará aumentando. A falta de estas reformas, volverán las presiones devaluacioncitas e inflacionarias. La inflación sorprendió al alza en los últimos meses de 2018, en gran parte debido a los precios de la energía y la depreciación de la moneda antes de las elecciones.

Sin embargo, con una inflación consolidándose debajo de 4.1%, los

precios al consumidor todavía se están moviendo bien dentro del rango objetivo (3-6%). Además, los mercados han respondido positivamente a la victoria de Bolsonaro, con una apreciación del real del 15% desde mediados de septiembre. Esto será positivo para la inflación en el futuro cercano. Mientras tanto, el crecimiento económico se ha estancado tras la huelga de los camioneros en mayo. Los indicadores recientes sugieren que la economía se está recuperando lentamente gracias a la mejora de la confianza empresarial y del consumidor, pero esta recuperación seguirá siendo débil, ya que el desempleo sigue siendo alto en 12% y las exportaciones disminuyen debido a los problemas económicos en la vecina Argentina, su tercer mercado de exportación más grande.

En medio de mayores vientos en contra globales, es poco probable que la economía de Brasil repunte significativamente en 2019. Esperamos que el PIB real crezca un 1,3% en 2018 y se acelere hasta un 2,3% en 2019 apalancado por un mayor consumo e inversión tras la mejora en la confianza producida por las reformas implementadas por el gobierno entrante, compensando el menor gasto fiscal. Por su parte, la tasa de cambio seguirá siendo volátil afectada por el entorno político y finalizaría el siguiente año sobre la zona de 3.75 reales por dólar.

## **RIESGOS ASOCIADOS A FACTORES DOMÉSTICOS**

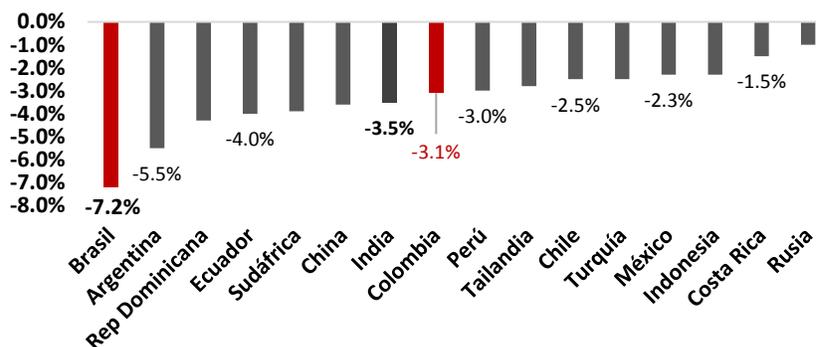
El sector externo de Brasil luce en una situación positiva en medio de unas altas reservas internacionales que, bajo la medida del FMI y nuestro índice de

vulnerabilidad superan ampliamente el promedio de la región. El saldo de cuenta corriente relativamente estable sumado a un bajo porcentaje de tenencias de deuda pública por parte de extranjeros en relación con países como Colombia y México, consideramos que los riesgos de la economía brasileña y su moneda están principalmente asociados a factores domésticos o a aquellos externos vinculados a mayores tasas de interés a nivel global que impulsen las tasas locales y eleven el servicio de la deuda.

El presidente electo ha prometido implementar una reforma pensional y propone la creación de cuentas de ahorro para la jubilación; que permitiría abandonar el sistema de pensiones de reparto actual a aquellos trabajadores que

preferan gestionar directamente sus contribuciones. Adicionalmente, se espera que Bolsonaro limite el gasto del gobierno con el fin de reducir el elevado déficit fiscal. Las reformas planteadas por el presidente electo podrían liderar a unas tasas de interés más estables y predecibles que podrían valorizar los activos locales como el real, en medio de una menor percepción de riesgo producto de la consolidación fiscal. Sin embargo, aún existe un tono de incertidumbre en el mercado sobre la capacidad del nuevo gobierno (se posesionará el 1 de enero) para pasar dichas reformas ante un Congreso que parece dividido. El estancamiento de las reformas y el consecuente deterioro en la confianza de los inversionistas es uno de los principales riesgos para el valor de la moneda.

**GRÁFICA 19**  
Déficit Fiscal



La fragilidad de las finanzas públicas no deja lugar a errores de política y es el principal riesgo para la perspectiva. Si el nuevo gobierno no cumple con la reforma de las pensiones y otras medidas fiscales necesarias en el primer año (la ventana de oportunidades es limitada, dada la gran impopularidad de estas medidas), las perspectivas se deteriorarán

rápidamente. La confianza de la inversión se agiará, el real se depreciará y las tasas de interés bajas tendrán que ser elevadas, lo que será perjudicial para el crecimiento económico. Dicho esto, la capacidad de absorción de impactos de la economía brasileña sigue siendo fuerte, respaldada por un tipo de cambio flexible, un sector bancario sólido y reservas oficiales muy altas.

## ■ México

### Reducción de la Incertidumbre Comercial, Creciente Incertidumbre Política

En México, se eliminaron dos de las principales incertidumbres que impactaron negativamente su economía en la primera mitad de este año: a principios de octubre, se finalizaron las renegociaciones del TLCAN. Las elecciones presidenciales fueron ganadas por Andrés Manuel López Obrador-AMLO - del partido de izquierda Morena, quien gobernará con un fuerte mandato político, ya que su coalición también ganó la mayoría en ambas cámaras del Congreso, y tomó posesión del cargo el 1 de diciembre. Tras las elecciones, el cambio de discurso de AMLO, en general hacia una postura promercado inclinadas a proteger la propiedad privada y la independencia del Banco Central, el sentimiento mejoró significativamente. El peso se apreció fuertemente y la confianza de las empresas y los consumidores es la más fuerte en años. Sin embargo, tras la cancelación del proyecto del Aeropuerto Internacional de la Ciudad de México, sembró nuevas dudas y alimentó la incertidumbre frente a las políticas del nuevo gobierno, y generó dudas sobre la inversión que se mantendría tenue en 2019. Lo anterior respalda una perspectiva de crecimiento relativamente estable en 2019 a 2% desde el 2.1% en 2018. Aunque la inflación aún está superando la banda objetivo de 2% a 4%, se espera que vuelva a ingresar al rango objetivo en el período de pronóstico mediante el éxito de un largo ciclo de ajuste de la política monetaria.

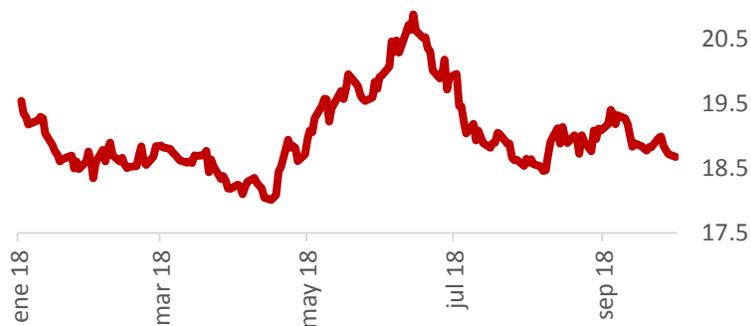
Los desarrollos fiscales en 2018 están en línea con el presupuesto y la Ley de Responsabilidad Fiscal. Al asumir el cargo en diciembre, AMLO ampliará los programas sociales y aumentará la inversión pública que se pagará mediante la racionalización del gobierno y la lucha contra la corrupción. Para asegurar a los inversionistas, se ha propuesto un gabinete en su mayoría tecnócrata, que promueve el compromiso con la disciplina fiscal. Sin embargo, los inversionistas siguen preocupados de que la administración AMLO persiga políticas fiscales más expansivas, si la economía se desacelera más de lo esperado. Estas preocupaciones persistentes podrían empeorar la confianza de las empresas y los consumidores en el futuro e influir negativamente en el crecimiento económico en el período previsto. Esto se destacó recientemente, cuando el peso perdió más del 7% en valor en comparación con el USD desde mediados de octubre y disminuyó todas sus ganancias a principios del 2018.

La creciente preocupación de que la nueva administración podría no respetar los contratos futuros después de que el presidente AMLO, anunció que desecharía los nuevos planes aeroportuarios de la Ciudad de México tras una consulta popular y, a pesar de que un tercio ya se había construido. La clave para tranquilizar a los inversionistas sería un presupuesto fiscalmente responsable para 2019, políticas claras

del sector energético y nombramientos amigables para los cargos del sector público, incluido el banco central. Cuatro de cinco miembros de la junta de política monetaria tendrán que ser reelegidos en los próximos seis años. Esto significa que México seguirá expuesto a cambios en la confianza del mercado, también dada su cuenta de capital abierta y su profunda

integración financiera con el resto del mundo. La capacidad de absorción de impactos del país sigue siendo sin embargo fuerte, dado su tipo de cambio flexible y su fuerte liquidez, respaldada por una Línea de Crédito Flexible del FMI.

**GRÁFICA 20**  
Peso Mexicano



Luego de la presentación del presupuesto para 2019 (en diciembre de 2018) por parte del gobierno de AMLO, el mercado presentó un leve sentimiento de optimismo, evidenciado en el rally de los activos mexicanos. Esta propuesta sugiere un incremento en el déficit primario desde 0.8% en 2018 a 1% en 2019; mientras que la carga de la deuda se mantendría cerca del 45% del PIB. El presupuesto incluye más gastos en programas sociales y de infraestructura, al tiempo que mantiene el marco fiscal establecido a través de una campaña de reducción de costos.

La incertidumbre comercial sobre el nuevo acuerdo comercial (USMCA) ha vuelto a los mercados debido al nuevo Congreso en EEUU luego de las

elecciones de medio término. Este acuerdo debe ser primero aprobado por el congreso de los tres países. Consideramos que aún los verdaderos efectos de este acuerdo sobre la economía son inciertos teniendo en cuenta que no todos los puntos favorecerían la industria mexicana. Las exportaciones mantendrían una dinámica más moderada en línea con el menor crecimiento global y la reducción del comercio que afecta el sector externo. Por otra parte, La economía mexicana todavía se enfrenta a una importante incertidumbre debido las considerables decisiones de política económica como la aprobación del presupuesto del gobierno por parte del congreso. Se espera claridad sobre el actuar del gobierno y sus prioridades en materia económica, debido

a que aún hay incertidumbre en los mercados.

Consideramos que los factores políticos siguen siendo uno de los principales riesgos en la medida que la incertidumbre sobre las políticas del nuevo gobierno (sobre todo en el sector energético) y el reciente deterioro en la confianza de agentes externos podría limitar la inversión en el país y afectar el

desempeño de la moneda. No obstante, políticas que estén en línea con fortalecer la economía a través de reformas estructurales que favorezcan el balance del gobierno y generen un sentimiento de optimismo, se sumarían al efecto positivo del USMCA. Bajo este escenario revisamos al alza nuestro pronóstico de tasa de cambio y esperamos que cierre 2019 en 20.0 pesos por dólar.

## ■ La Creciente Influencia de China en América Latina se Suma a la Frustración de EE.UU.

Las inversiones de China en América Latina se han triplicado en los últimos años, de USD 50 billones en 2012 a USD 150 billones en 2016 y 2017. Aunque esto sigue siendo significativamente inferior a las inversiones de China en otras regiones emergentes (de unos USD 200 - 300 bn), este podría cambiar.

China ha extendido en el último año su Iniciativa Belt & Road (BRI) a América Latina. Antigua y Barbuda, Bolivia, Costa Rica, Guyana, Panamá y Trinidad y Tobago también han firmado el BRI, que viene con inversiones y financiamiento chinos. Para Panamá, esto solo fue posible después de que terminó su reconocimiento diplomático de Taiwán y adoptó una política de "una China". Este año, República Dominicana y El Salvador también se mudaron de Taiwán a China. La capacidad de financiamiento mucho mayor de China en comparación con Taiwán, las altas necesidades de inversión doméstica y la disponibilidad limitada de financiamiento nacional para muchos países de América Latina respaldaron este cambio. Para El Salvador, pero también para otros países

centroamericanos, una reducción en la financiación de los EE. UU. y el fin del "estado de protección temporal" de los inmigrantes en los EE. UU. también podrían haber desempeñado un papel importante. En este entorno, no puede excluirse que China llegue a otros países de la región que aún tienen vínculos con Taiwán, como Belice, Haití, Honduras, Guatemala y Nicaragua. Mientras tanto, EE. UU. está más preocupado por este desarrollo en su patio trasero y recientemente ha expresado su descontento por el alejamiento de El Salvador de Taiwán. La preocupación de que China comience a desarrollar instalaciones militares en América Central, después de que China haya reportado inversiones para volver a desarrollar uno de los puertos de El Salvador, probablemente alimente esta inquietud.

## **OTROS MIEMBROS DE LA ALIANZA DEL PACÍFICO: BENEFICIÁNDOSE DE PRECIOS DE PRODUCTOS BÁSICOS MÁS ALTOS**

A diferencia de los países más grandes de la región, el crecimiento económico en Chile, y Perú será más fuerte de lo que se esperaba. Los dos países restantes de la Alianza del Pacífico se están beneficiando de los precios del petróleo del cobre (Chile y Perú) ahora más estables. Se espera que el crecimiento se mantenga bastante estable en Perú (3.8%), y que la actividad económica de Chile continúe sólida e incrementa cerca del 3.5%, pero no repetirá los niveles excepcionalmente altos vistos a principios de 2018 justo después de que la nueva coalición de centroderecha asumiera el poder en marzo. Los niveles de confianza de las empresas y los consumidores están bajando de sus picos postelectorales y un mercado laboral algo débil también afectará el crecimiento económico en el futuro. La inflación es baja y dentro del rango meta en los dos países, lo que refleja los sólidos marcos de política macroeconómica. Después de los cambios en el liderazgo a principios de este año en Chile y Perú, los dos países restantes de la Alianza del Pacífico ahora están gobernados por coaliciones de centroderecha. Estas nuevas administraciones están avanzando con reformas para abordar los problemas fiscales (Chile) o la corrupción endémica (Perú), que será un proceso difícil en los dos países.

Los dos países permanecen en una buena posición para enfrentar los desafíos planteados por la escalada de disputas comerciales entre los EE.UU. y China, y la normalización de la política

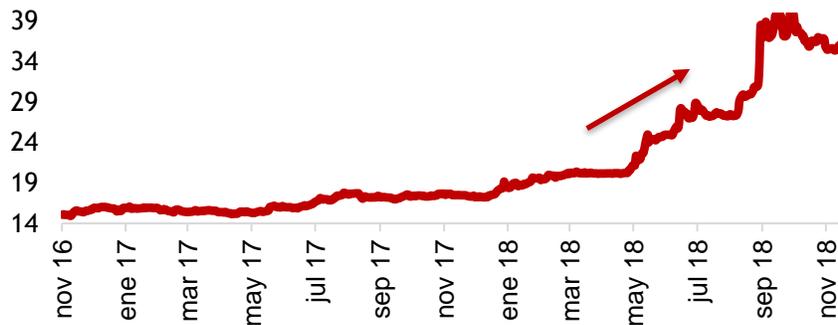
monetaria de los EE.UU., debido a los marcos normativos sólidos, los tipos de cambio flexible.

## **ARGENTINA: LA RECESIÓN RENOVADA SE SUMA A LOS DESAFÍOS POLÍTICOS**

La alta vulnerabilidad de Argentina a la normalización de la política monetaria de los EE.UU. y los cambios en el sentimiento del mercado han sido evidentes en los últimos meses. El país se vio afectado por una crisis de confianza en toda regla después de varios pasos de política mal comunicados y preocupaciones sobre su capacidad para cubrir sus altas necesidades de financiamiento. Esta crisis comenzó a mediados de abril de 2018 y regresó a principios de agosto, a pesar del programa del FMI que se implementó en junio.

La fuga de capital por parte de inversionistas extranjeros y nacionales ha provocado una fuerte depreciación de la moneda (alrededor del 50%) y una pérdida de reservas oficiales. Los intentos de frenar los flujos de salida elevando las tasas de interés a un nivel récord que supra el 60% y el ajuste de la política fiscal fracasaron, ya que persistían las preocupaciones sobre las altas necesidades de financiamiento. Para abordar estas preocupaciones, el FMI ha revisado recientemente el programa: los desembolsos se acelerarán para garantizar las necesidades de financiamiento del gobierno hasta 2019, y el tamaño del programa de tres años se incrementó de USD 50 billones a USD 57 billones.

**GRÁFICA 21**  
Peso Argentino



El programa revisado del FMI disminuye la probabilidad de incumplimiento del gobierno argentino durante el período de pronóstico. Pero la magnitud del ajuste político necesario profundizará y alargará la contracción económica que resultó de la crisis de confianza y la fuerte depreciación de la moneda asociada y las tasas de interés más altas. Mientras tanto, la inflación y el desempleo están aumentando y el malestar social está creciendo. Esto reduce las posibilidades de la reelección del presidente Macri en octubre de 2019 y aumenta la incertidumbre sobre la continuación de la política de ajuste.

El peso argentino encontró apoyo en las medidas adoptadas por el Banco Central de Argentina, que están orientadas a anclar las expectativas de inflación debido a una política de no crecimiento de la base monetaria hasta junio de 2019 y a una zona de intervención cambiaria entre bandas de 34 y 44 pesos por dólar. Las condiciones financieras globales más estrictas están afectando economías vulnerables a factores externos como la argentina. La significativa reducción de la

producción agrícola, escándalos de corrupción, mayores costos de endeudamiento y la persistente incertidumbre sobre el éxito del plan de estabilización del FMI han afectado el desempeño de la economía.

Tras la crisis financiera de agosto la perspectiva sobre la economía se deterioró por lo que esperamos que la actividad entre en una recesión en 2019, al tiempo que la inflación permanezca en niveles elevados, mientras que la incertidumbre política generada por las elecciones presidenciales el año que viene podría generar presiones de desvalorización sobre la moneda. La necesidad de un recorte en el gasto público y el aumento en los impuestos para llevar el déficit fiscal hasta 2.7% del PIB en 2018 y 0% en 2019, sumado a una política fiscal y monetaria de estabilización que afecta directamente la dinámica de crecimiento en el corto plazo prevé una contracción de la economía de 1.7%. Pese a esto, durante la segunda parte del año podríamos comenzar a evidenciar signos de recuperación a medida que se materialicen las

expectativas de una mayor producción de soja por una mejor cosecha. Bajo este escenario esperamos que la tasa de cambio cierre el año 2019 en niveles de 47 pesos por dólar.

## **RUSIA: CRECIMIENTO APOYADO POR MAYORES PRECIOS DEL PETRÓLEO**

En Rusia, las perspectivas están respaldadas por el aumento de los precios del petróleo en 2018, la inflación relativamente baja y la mejora de la confianza de las empresas y los consumidores. Se pronóstica que el PIB se expandirá 1.7% en 2018, impulsado principalmente por el consumo privado y, en menor medida, por la inversión fija a medida que se completan los proyectos de infraestructura del gobierno. En 2019, se espera un crecimiento del PIB relativamente más lento a una tasa de 1,6% debido al aumento planificado del IVA de 18 a 20%, (que está en línea con el implemento de una nueva regla fiscal encaminado a un superávit en las cuentas del gobierno), y al aumento gradual de la inflación. Varios eventos podrían amenazar la previsión de crecimiento, incluidas las tensiones geopolíticas y un mayor endurecimiento de las sanciones internacionales. Los precios del petróleo que apoyaron la industria energética y soportaron las exportaciones sería uno de los principales factores que limiten el desempeño de la moneda. En diciembre, Rusia se reunió con los países miembros de la OPEP para discutir un eventual recorte en la producción de crudo que daría apoyo a los precios del commodity en un contexto de mayor suministro por parte de EEUU y una menor demanda.

Otro de los factores de riesgo es la posibilidad de nuevas sanciones. En general esperamos que la tasa de cambio muestre en promedio niveles más altos en 2019 y cierre el próximo año cercano a la zona de 67.0.

El consumo sigue siendo el principal motor de crecimiento de la economía rusa, respaldado por las ganancias salariales reales y el aumento de los préstamos. Sin embargo, es probable que el crecimiento económico se mantenga limitado en medio de la presión de las sanciones, que han exacerbado las salidas de capital y han mantenido una presión a la baja sobre el rublo. El rublo se depreció más de un 20% frente al USD desde mayo de 2018, lo que puso fin al período de desinflación en curso que tuvo lugar desde fines de 2015. La tasa de inflación alcanzó un mínimo del 2,2% en febrero de 2018, pero se ha incrementado en los últimos meses, hasta el 3,87%. Después de un período de relajación monetaria, el banco central aumentó la tasa principal de la política en 25 puntos básicos hasta el 7,75% en diciembre, a medida que aumentan las presiones inflacionarias.

El crecimiento del crédito en el sector bancario se recuperó en 2018 debido a una mayor actividad económica y condiciones monetarias relativamente flojas. Sin embargo, el nivel de préstamos improductivos sigue siendo obstinadamente alto debido a las sanciones occidentales y la recesión de 2015-2016. El gobierno rescató al banco Otkritie de importancia sistémica y al banco más pequeño de B&N en 2017, en un intento por evitar una crisis bancaria. Si bien la situación en el sector bancario ya no es motivo de preocupación inmediata,

las sanciones restringen la capacidad de los bancos para obtener préstamos en los mercados de deuda internacional y el apoyo continuo del estado sigue siendo necesario para algunos bancos. El banco central de Rusia tiene suficientes reservas para mantener la estabilidad en el sector bancario.

Se espera que el consumo privado crezca 3.1% en 2018, ligeramente más bajo que en 2017 (3.3%). La persistencia del crecimiento impulsado por el consumo en 2018 se sustenta en la baja tasa de desempleo y el crecimiento positivo del salario real. En 2018, se espera que la inversión fija crezca un 1,2%, un fuerte descenso desde el 4,3% del año pasado. La inversión se ve restringida por la incertidumbre sobre las sanciones estadounidenses, la corrupción y el débil contexto institucional.

El déficit presupuestario del gobierno se redujo drásticamente en 2017, al 1,5% del PIB, debido a los mayores precios del petróleo y la restricción del gasto. Es probable que el gobierno continúe con una política fiscal conservadora en los próximos años. En 2018 prevemos un superávit presupuestario del 0,3%. Rusia tiene una regla fiscal que exige que los ingresos del petróleo superen el precio base conservador de USD 40 por barril para ser transferidos al Fondo Nacional de Riqueza. Si bien se espera que algunos de estos fondos se retiren para cumplir con las promesas de gasto social de Putin, esperamos que la posición de activos se haya fortalecido con el desempeño del precio del petróleo en 2018.

A largo plazo, la falta de oportunidades de inversión y las sanciones occidentales

existentes y adicionales limitan el potencial de crecimiento de la economía rusa. El presunto ataque de Rusia contra el ex oficial de inteligencia ruso Skripal y su hija llevó a sanciones adicionales y la expulsión de diplomáticos rusos de los países occidentales. Esta fue la segunda ronda de sanciones importantes, después de las sanciones a principios de este año por parte de EE.UU. contra la supuesta intervención de Rusia en las elecciones de 2016 en EE.UU.. Un grupo de senadores estadounidenses está preparando otro proyecto de ley de sanciones, aunque el alcance de estas sanciones sigue siendo incierto. Con Vladimir Putin reelegido para un cuarto mandato, esperamos una amplia continuidad de su agenda política, incluida la confrontación continua con Occidente. A nivel nacional, la popularidad de Putin ha estado disminuyendo desde junio, cuando el gobierno anunció un aumento en la edad de jubilación, pero hasta el momento esto no representa una amenaza grave para la estabilidad política.

## **LA ECONOMIA DE TURQUIA PAGA EL PRECIO DE LA TRANSICIÓN POLÍTICA**

Los recientes errores de política han sobrecalentado la economía turca, causando finalmente que se desborde. Los políticos turcos solían caminar sobre la cuerda floja de los diversos desequilibrios en la estructura económica de Turquía. La tasa de ahorro es baja en relación con su tasa de inversión, por ejemplo, y las inversiones se realizan excesivamente en sectores menos productivos, como los bienes raíces. Mientras tanto, el déficit en la cuenta corriente ha sido persistentemente alto y las empresas turcas se han endeudado

principalmente en dólares, lo que culminó en un enorme requerimiento de financiamiento externo anual de USD 200 mil millones (un tercio del PIB) y una presión constante sobre la tasa de cambio.

Mientras que la lira había estado bajo presión durante mucho más tiempo, también debido a la normalización de la política monetaria de los EE.UU., la verdadera caída se produjo en agosto. La escalada de un conflicto con los EE. UU. sobre la liberación de un pastor estadounidense y la imposición de sanciones estadounidenses a Turquía resultó ser la última gota. Pero antes de eso, una serie de errores de política aumentaron la inestabilidad económica. Para empezar, si bien la política monetaria y fiscal "demasiado flexible" pudo haber ayudado a inclinar la balanza a favor del presidente tanto en las elecciones generales de julio como en el referéndum constitucional anterior (2017), también causó un sobrecalentamiento grave de la economía. Posteriormente, el banco central turco se mostró demasiado relajado al apagar el fuego, ya que la inflación aumentó a hasta un 22% en 2018 desde alrededor del 10% a principios de año.

Un error crucial fue detener el aumento de tasas en la primera reunión de política monetaria después de las elecciones. Esto alimentó las dudas sobre la independencia del banco central en el nuevo sistema político, especialmente porque el presidente ya ha señalado que tomaría más control de la política monetaria. Esta intención fue afirmada por sus decisiones de nombrar a su yerno para liderar el equipo de la nueva economía y asignarse a sí mismo el

derecho a nombrar al gobernador del banco central y sus diputados. Además, los mercados tenían motivos para sospechar que el gobierno turco continuaría alimentando la economía sobrecalentada mediante exenciones fiscales y programas de inversión en el período previo a las próximas elecciones (esta vez locales) en 2019.

Afortunadamente, parece que el gobierno ha entendido y se da cuenta del peligro que una caída libre de la moneda representa para el sector corporativo altamente endeudado. El tipo de cambio se estabilizó después de que el banco central elevara la tasa de la política en otros 625 puntos básicos al 24% en septiembre. Sin embargo, se necesitarían más alzas de tasas ya que la inflación se ha mantenido persistentemente sobre 20%, lo que implica una tasa de interés real aún negativa. En agosto, el banco central ya tomó algunas medidas auxiliares para apuntalar la liquidez del dólar y evitar la especulación monetaria, como reducir los requisitos de reserva de moneda extranjera y limitar las transacciones de intercambio de moneda extranjera del banco. Turquía también obtuvo apoyo internacional de Qatar mediante un acuerdo de swap de USD 3 mil millones. Además, un nuevo programa económico promete una consolidación fiscal con déficits presupuestarios que se mantendrán por debajo del 2% en los próximos años, lo que sugiere un fin a los problemas de coordinación entre la política fiscal y la política monetaria.

No obstante, esta respuesta tardía no puede evitar una fuerte desaceleración del crecimiento económico. El aumento de las tasas de interés internas y la alta inflación limitarán severamente la

demanda interna. Se espera que el crecimiento del PIB real disminuya del 7,3% en 2017 al 3,3% en 2018 y para 2019 se una nueva desaceleración hasta 1,6%. No obstante, esta perspectiva supone una política fiscal y monetaria exitosa que limitarían nuevas depreciaciones importantes de la lira, y una reestructuración de la deuda corporativa que fortalezcan el sistema financiero. En otras palabras, un paquete completo de estabilización, ya que un nuevo deterioro en la confianza impulsaría la actividad económica a una recesión.

A pesar de los síntomas de una crisis crediticia, Turquía no (todavía) se dirige a una crisis bancaria. El sector bancario se ha visto atrapado en el medio entre un sector corporativo altamente apalancado con desajustes de moneda y una política gubernamental procíclica, pero los bancos todavía están bien capitalizados y la proporción de préstamos no rentables es baja (2,9% en agosto) y solo gradualmente creciente. Los bancos en realidad están ayudando a las empresas a reestructurar su deuda en moneda extranjera a medida que obtienen más libertad del gobierno para otorgar tolerancia. El mayor riesgo es la refinanciación de la financiación externa a corto plazo del propio banco por un valor aproximado de USD 102 mil millones. La noticia de que uno de los bancos turcos más grandes logró obtener un préstamo sindicado de casi USD 1 billón es tranquilizadora y confirma que los bancos aún tienen acceso a fondos extranjeros, aunque con una prima más alta.

Incluso con toda la formulación de políticas en la dirección correcta, Turquía tiene un largo camino por recorrer para

recuperar la confianza del mercado. Algunos de los intentos desesperados de Turquía por micro-administrar la economía podrían potencialmente volverse en contra y asustar a los inversionistas extranjeros nuevamente. Algunos ejemplos de las recientes intervenciones controvertidas de Turquía son: el requisito de que los exportadores conviertan una gran parte de sus ingresos en divisas a la lira, una reducción del uso de divisas en las transacciones nacionales y la vigilancia de los aumentos de precios en los supermercados. Las autoridades turcas son sabias para mantener los controles de capital absolutos fuera de la mesa. Tal espada de doble filo sería un gran riesgo para el sector bancario que depende en gran medida de las entradas de capital extranjero.

## **EL CAMINO DE LA LIRA**

El gobierno ha tomado medidas para contrarrestar el efecto de la crisis financiera que generó importantes salidas de capital de Turquía y presionó de manera significativa desvalorizaciones de la moneda. Sin embargo, la economía enfrenta fuertes presiones inflacionarias y una débil dinámica económica que limita mayores ajustes monetarios por parte del Banco de Turquía.

**GRÁFICA 22**  
Lira Turca



El país tiene uno de los niveles de Reservas internacionales más bajos entre los países emergentes, así como importantes déficits gemelos (cuenta corriente y fiscal). Esto genera que la economía tenga una relativa alta exposición a la financiación externa. En 2019 se espera que las reservas internacionales se reduzcan levemente y se mantengan debajo de los niveles óptimos, mientras que el desequilibrio en las cuentas del gobierno incrementaría el siguiente año aumentando las preocupaciones de los inversionistas.

La economía turca podría contraerse en la primera parte del año en la medida que la debilidad de la lira y el aumento en los costos de endeudamiento presionan la inversión privada y por consiguiente el crecimiento. Sin embargo, cabe resaltar que el gobierno presentó un Nuevo Plan Económico en el cual se compromete con una postura fiscal más estricta, sumado a mayores tasas de interés y el alivio en las tensiones geopolíticas con EEUU que valorizaron la divisa.

Los principales riesgos para la lira se relacionan con la posibilidad de renovar las tensiones geopolíticas que desencadenen en sanciones comerciales, presionando en mayor medida un crecimiento afectado por el débil consumo e inversión. Sin embargo, la capacidad del gobierno de restringir el déficit fiscal podría generar un sentimiento de optimismo entre los inversionistas sobre los activos turcos donde se necesitaría una revisión sobre nuestras proyecciones. Con todo lo anterior esperamos que la lira turca cierre 2019 en la zona de 6.0.

### **SUDÁFRICA: LA DEBILIDAD DE LA ECONOMÍA Y LA INCERTIDUMBRE POLÍTICA PERJUDICAN AL RAND**

Sudáfrica entró en recesión técnica en el 1S2018. Casi todos los sectores contribuyeron a esta desaceleración, especialmente el sector agrícola. Las severas condiciones de sequía en el Cabo Occidental y las buenas cosechas en 2017 dieron como resultado un fuerte descenso en la producción agrícola.

Debido a la contracción en el 1S, el crecimiento económico será solo del 0,7% en 2018, notablemente inferior al 1,3% en 2017. La debilidad de la economía, la incertidumbre política y el sentimiento negativo general hacia los mercados emergentes contribuyeron a la fuerte depreciación del rand en el año. El rand es una de las monedas más vulnerables al ajuste monetario de EE.UU. y al aumento del proteccionismo. Históricamente, el rand es volátil debido a su sensibilidad a los cambios en el sentimiento de los inversionistas debido a su dependencia de las entradas de capital para financiar su déficit en cuenta corriente.

La inflación ha registrado un repunte significativo durante los últimos meses debido a los mayores precios del petróleo y la depreciación de la moneda, no obstante, en la medida que se comience a reducir el déficit de suministro de crudo por una menor demanda y los precios de este se mantengan un poco más limitados, las expectativas de inflación comenzarán a reducirse. Con esto el Banco Central de Sudáfrica podría incrementar su tasa de interés de manera más lenta que apoya el crecimiento de la demanda y la economía en general al tiempo que evita una masiva salida de capitales.

**GRÁFICA 23**  
PIB Sudáfrica



Inicialmente, el rand se benefició del sentimiento positivo hacia Sudáfrica cuando Ramaphosa reemplazó a Zuma como presidente en febrero de 2018. Pero este optimismo puede volverse prematuro. El presidente Ramaphosa, conocido como amigo de los negocios, ganó el liderazgo del ANC solo con una pequeña mayoría y necesita unirse al ANC antes de las elecciones generales de 2019. Es incierto si Ramaphosa recibirá

suficiente apoyo para combatir la corrupción, mejorar la gobernabilidad y reducir la incertidumbre política. En particular, la incertidumbre de las políticas está generando un sentimiento negativo e impide las inversiones en Sudáfrica. Esto se ha agravado con el reciente apoyo del presidente Ramaphosa a la "expropiación de tierras sin compensación", quien aseguró a los inversionistas que esta propuesta no tendría un impacto negativo

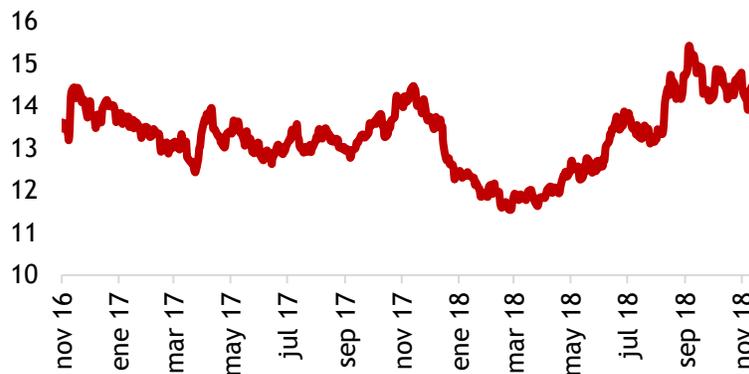
en la producción agrícola y en la economía.

Recientemente el presidente Cyril Ramaphosa presentó parcialmente un paquete de estímulo para la economía, que incluirá desembolsos de infraestructura reforzados, una serie de iniciativas de creación de empleos y reformas pro-comerciales. Tras el nombramiento de Tito Mboweni como nuevo ministro de finanzas los mercados reaccionaron positivamente. Tanto Ramaphosa como Mboweni tienen el reto

de reactivar la economía y aliviar las preocupaciones de los inversionistas.

Esperamos que la economía comience a mostrar signos de recuperación este año y que la tasa de cambio comience a ganar terreno por lo que finalizaría 2019 sobre la zona de 13.00-50. Sin embargo, destacamos que la incertidumbre política previa a las elecciones del próximo año y la posibilidad de una rebaja en la calificación crediticia con un riesgo para la moneda.

**GRÁFICA 24**  
Rand



Después de las elecciones, la situación política se podría estabilizar y se espera que se implementen reformas económicas que apoyen a la economía. Debido a la debilidad de la economía en el 1S, los ingresos del gobierno podrían disminuirse y el déficit presupuestario más alto vs las expectativas anteriores, por lo que, si el proceso de consolidación fiscal se desvía o la deuda pública se vuelve mucho más alta, aumentarán las preocupaciones de otra baja de la calificación crediticia soberana. Esto hará que los préstamos externos sean más

caros. Actualmente, Moody's es la única de las tres agencias de calificación que aún califica el grado de inversión de Sudáfrica.

# COLOMBIA 2019



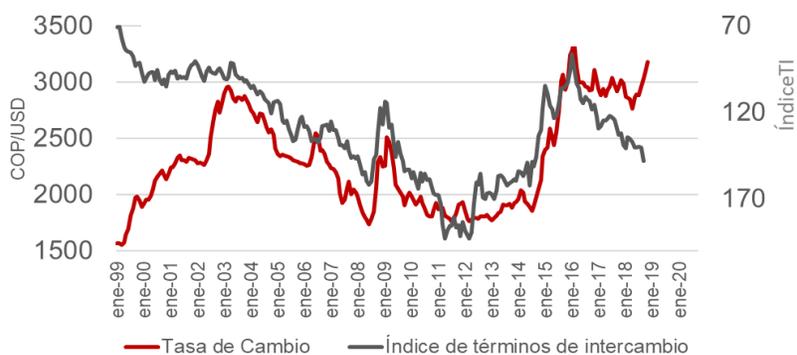
El contexto de crecimiento global que habría permitido la recuperación económica de los años recientes se debilita en 2019 pero no afecta aún al país.

Tras la revisión a la baja del crecimiento de EE.UU., China y América Latina por parte del FMI, el crecimiento de los socios comerciales de Colombia para el 2019 apenas llegaría al 2,6% vs 2,7% en 2018, lo que implica que la tendencia de recuperación de los volúmenes exportables de los años recientes (por la

recuperación del precio del petróleo) se vería limitada. Las exportaciones no tradicionales estarán condicionadas al ritmo de demanda externa, por lo que el optimismo en relación con los volúmenes de ventas de estos bienes luce agotado. En este sentido, los términos de intercambio podrían reducir el ritmo de crecimiento a un modesto 10% en 2018 y un 5% en 2019 especialmente influenciado por débiles precios tanto del petróleo como del café, carbón y níquel.

## GRÁFICA 25

### Tasa de Cambio vs Términos de Intercambio



El nivel pronosticado para los términos de intercambio incidirá de forma positiva en el ingreso nacional beneficiando el desempeño de la economía en 2019.

En Colombia al inicio del 4T18 redujimos ligeramente nuestro pronóstico de crecimiento del PIB de 2,8% a 2.6% para 2018 y de 3,5% a 3.3% en 2019. Mientras la actividad productiva gana tracción,

esperamos una mejor dinámica a partir del 2T2019, una vez que se dinamice la compra de bienes de capital, el gasto de funcionamiento e inversión del sector público.

La implementación de la ley de financiamiento que busca equilibrar el presupuesto de 2019 y 2020, como acostumbra a suceder podría impactar el

consumo del 1S2019, el cual debería verse compensado por una mejor dinámica de la inversión.

Dada la dinámica por sectores del crecimiento en el país en el 3T18, esperamos que los diferentes sectores productivos, mantengan resultados positivos en 2019, jalonados por la industria y el sector servicios que continúa acelerándose gradualmente. La dinámica del precio del petróleo en especial

dinamizó el sector en 2018, por lo que consideramos que seguirá reportando resultados favorables; dado el aumento del presupuesto de funcionamiento e inversión del país esperamos que la administración pública se expanda a ritmos superiores al promedio del PIB de largo plazo (3.5%), y que, progresivamente el sector financiero experimente un mayor dinamismo, una vez superada la coyuntura de debilidad de los últimos años.

**GRÁFICA 26**  
Colombia PIB Expectativas i



Nuestra rebaja en la estimación de crecimiento para 2018 de 2.8% a 2,6%, (+0.8% vs 2017) tiene que ver en parte con la debilidad coyuntural en el mercado de crédito, y a la incertidumbre generada por la definición de la ley de financiamiento. En efecto, la incertidumbre generada tras la amplia discusión de los cambios tributarios, y su eventual efecto de corto plazo condicionan el desempeño del PIB en los próximos trimestres. Por ahora descartamos una debilidad mayor en la

demanda agregada tras haber conjurado el riesgo del IVA en la canasta familiar. A su turno esperamos que en 2019 veamos una aceleración en la inversión pública y privada, aceleración que si bien tomaría un tiempo adicional en materializarse permitiría un comportamiento sectorial más balanceado que lo alcanzado en los años recientes.

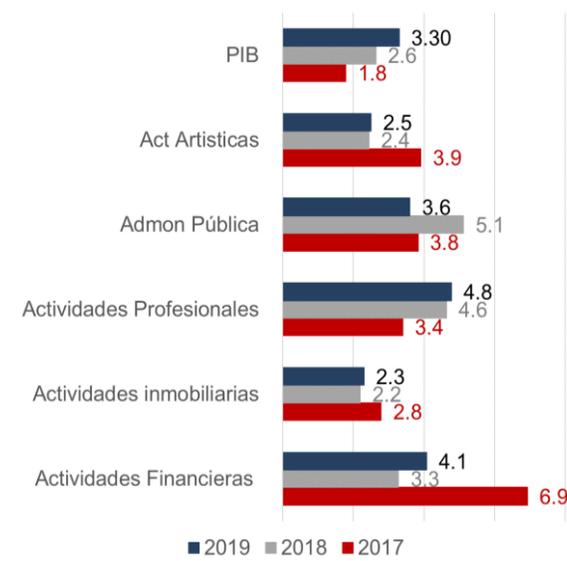
La actividad económica tomará un mayor impulso luego del 2T19 (trimestre en el que ya se habrían absorbido los efectos de los ajustes tributarios), cuando

hayamos visto el impulso derivado del gasto público y se hayan disipado posibles eventuales afectaciones

especialmente en la agricultura y energía derivadas de un fenómeno de El Niño moderado.

## GRÁFICA 27

### Colombia PIB Expectativas ii



## ■ La Inversión

### Factor Determinante de Crecimiento

Tras un deslucido 2018, la inversión será el componente de demanda que más debe recuperar ritmo en 2019, en gran parte como consecuencia de la ejecución de obras de infraestructura, la renovación de maquinaria y equipo productivo, la continuación de los programas de gasto de capital en la exploración petrolera, y la estabilización de la construcción de edificaciones, en medio de condiciones de financiamiento aún favorables, impulsado en parte por los estímulos tributarios prometidos por el Gobierno al sector empresarial en la ley de financiamiento.

De acuerdo con el presupuesto nacional aprobado para 2019, la inversión a cargo

del Gobierno Nacional se verá incrementada frente a lo observado en los años recientes, impulsada además por la ejecución final de las actuales administraciones tanto de alcaldías como de gobernaciones que se verán renovadas tras las elecciones del mes de octubre 2019.

El consumo de los hogares crecerá a un ritmo similar al PIB total. Creemos que eliminado el IVA a la canasta familiar en la ley de financiamiento, y aunque se aumente ligeramente la tributación de las personas naturales, el gasto privado podría verse alentado en 2019 tras la estabilidad del mercado laboral y la

prevalencia de tasas de interés aún expansivas. Adicionalmente, el consumo público se mantendrá como un dinamizador del crecimiento. Un aumento nominal cercano al 8.5% del gasto de funcionamiento contemplado en el Presupuesto de la Nación permitiría que este rubro crezca de nuevo por encima del PIB.

En materia sectorial, consideramos que, tras caer los últimos dos años, la construcción y la minería recuperarán el dinamismo. El ajuste experimentado por el mercado de vivienda permitirá una recuperación gradual y consistente derivada de un fortalecimiento de la demanda, impulsada por el sector financiero que deberá ver dinamizada la colocación de crédito, en línea con una mayor disposición al gasto privado.

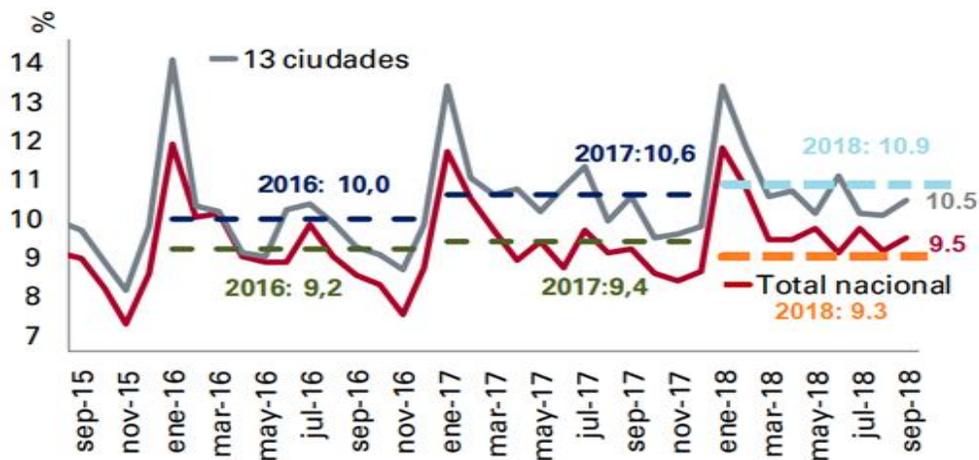
Con relación a la minería, los altos precios internacionales de los productos energéticos permitirán que esta actividad supere ritmos de crecimiento del 4%. En el sector Agropecuario no estamos tan optimistas, pues el bajo régimen de lluvias afectaría las cosechas y acotaría la producción agrícola en los primeros meses del año. Los bajos precios del café habrían desestimulado su producción. Por otro lado, la reducción en los caudales de las principales fuentes hídricas del país

condicionaría la producción de energía eléctrica.

Un mejoramiento de la demanda agregada debería permitir una mayor recuperación del sector industrial, que se verá impulsada por un mejor nivel de tasa de cambio que sigue favoreciendo las exportaciones de bienes manufacturados, al tiempo que una eventual reducción de la carga impositiva debería mejorar la confianza industrial y la disposición a invertir de los empresarios.

El desempleo tenderá a reducirse cuando el crecimiento económico supere el umbral de 3%. El descenso en la participación laboral, el consecuente aumento de la población inactiva y la creación de empleo a un ritmo lento, habrían permitido un desempeño estable del mercado laboral en 2018, 10,6% en promedio, cifra muy similar a la observado a los años recientes. Hemos evidenciado un fortalecimiento en la generación de empleo en la industria y el comercio, sectores que abarcan más del 45% de los ocupados a nivel urbano. En 2019, con la economía retornando al crecimiento potencial, esperamos que el ritmo de creación de empleo siga ganando tracción y solo se vea amenazado por la oferta de mano de obra informal derivada de la migración venezolana.

**GRÁFICA 28**  
Desempleo



## ■ Inflación

En materia de inflación, esperamos que, al cierre de 2019, los precios al consumidor registren una variación de 3,5%, cifra que será similar a la esperada al cierre de 2018.

No obstante, esta variable podría verse incrementada a un rango cercano al 4% antes del 1S19 teniendo en cuenta las expectativas que sobre Fenómeno de El Niño de carácter moderado que se han debatido especialmente en el 2S18, los efectos del incremento de la tasa de cambio registrados en el 4T18 y los efectos derivados de un aumento en el precio de los combustibles a lo largo del presente año. El parte de tranquilidad en esta variable proviene de las expectativas de convergencia al rango meta (3%) de la

inflación básica, dado la ausencia de presiones significativas de demanda. La dinámica de la inflación en el 1S2019 dependerá en buena parte del incremento real del salario mínimo que, en todo caso, no debería superar el aumento de la productividad registrada en 2018. Finalmente, en esta materia, el DANE habría anunciado la implementación de una nueva canasta para el cálculo del IPC en 2019, la cual traerá como novedad la reducción de la participación del rubro de alimentos, la cual pasaría del 28% a un rango cercano al 24%, cambios que en general podrían reducir tanto la inercia como la volatilidad de la variable en la primera parte del año.

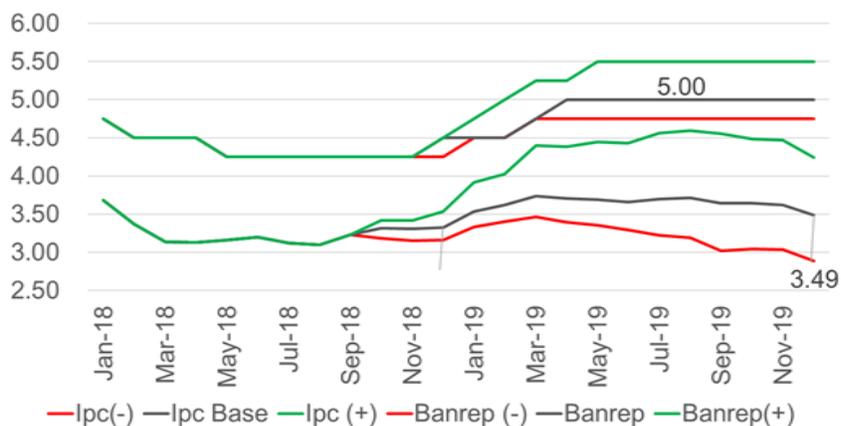
## Política Monetaria

Como ha sido tradición en Colombia, esperamos que el Banco de la República mantenga un manejo ortodoxo de la política monetaria en el país, dicha entidad habría manifestado su estado de alerta a las contingencias que pudieran ocurrir especialmente en el contexto externo; en este sentido esperamos que ante los pocos cambios que esperamos ocurran tanto en materia de crecimiento como en inflación, el Banco Central modifique su postura incrementando

cerca de 75 puntos básicos la tasa de referencia para alcanzar al cierre de 2019 una cifra cercana al 5%. Esperamos que estos ajustes, se materialicen en el 1S19, en un contexto externo marcado por un apretamiento de las condiciones financieras donde la Reserva Federal de los EE.UU. incrementa también las tasas de interés y en una reducción del pulso de crecimiento global alineado con su tasa potencial.

### GRÁFICA 29

Inflación & Tasa Repo - Escenarios



## Sector Externo

Tras una significativa reducción en los dos últimos años, esperamos que el déficit de cuenta corriente se mantenga relativamente estable desde el 3.2% en 2018 hasta el 3,4% del PIB en 2019. Dado el deterioro sufrido en el precio del petróleo durante el 4T18, esperamos que el déficit de bienes y servicios se amplíe

levemente como proporción del PIB, dado que el pulso de las importaciones se ha mantenido en 2018, también esperamos que el giro de dividendos de las empresas locales al exterior se vea reducido con la iniciativa de la ley de financiamiento de aplicar un impuesto del 7% a estas remesas, lo que en todo caso sigue

presionando el saldo negativo del ingreso primario, mientras que los ingresos netos por remesas solo crecerían un tímido 1.5% del PIB.

### CUENTA CORRIENTE

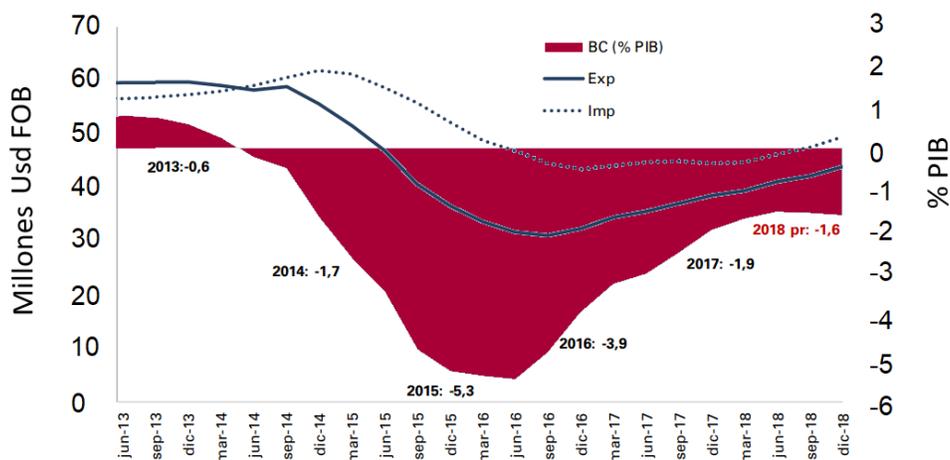
Esperamos que los flujos de Inversión Extranjera Directa – IED- que en la actualidad aportan cerca de un 2.7% del PIB, mantengan su apuesta en los intereses del país aportando cerca de un 3% en 2019, a diferencia de los Flujos de Portafolios, que seguirían con una dinámica estable debido a que el spread de tasas se ha comprimido ahora a un ritmo más lento, En 2018 un menor apetito de riesgo de los activos locales, en un contexto externo de endurecimiento de las condiciones financieras afectó la inversión de cartera, lo que mantendría un saldo consolidado en la cuenta financiera.

Durante el 3 y 4T18, en medio de los debates de la ley de financiamiento, el Gobierno Nacional habría ratificado el compromiso con la regla fiscal, compromiso que garantiza que el déficit fiscal alcance un 3,1% del PIB en 2018 y se dirija al 2,4% del PIB en 2019. A pesar

de la seriedad de la propuesta fiscal del Gobierno y teniendo en cuenta que las proyecciones oficiales luego de aprobada la iniciativa solo se habrían ofrecido expectativas hasta el 2020, se ha llegado al consenso que el actual gobierno tendría que buscar recursos adicionales para las vigencias 2021 y 2022, dados entre otros los compromisos de la paz firmada por el Gobierno Anterior.

El crecimiento de las exportaciones no logrará compensar la expansión de las importaciones. A pesar de que las exportaciones habrían repuntado en 2018, en 2019 el volumen de compras al exterior avanzará a un ritmo mayor dada la recuperación de la demanda interna. Luego de expandirse a tasas de dos dígitos en los últimos dos años, el crecimiento de las exportaciones será menos dinámico en 2019. Consideramos que la variación de las exportaciones tradicionales disminuirá de una tasa cercana al 21% en 2018 al 5% en 2019, en parte al ambiente de incertidumbre derivado de la guerra comercial que afectará la búsqueda de nuevos mercados.

**GRÁFICA 30**  
Balance Comercial



En el contexto global de los mercados financieros durante el 2018 ha sido una constante la presión sobre los mercados emergentes, en especial de aquellas economías que habrían visto incrementado sus niveles de endeudamiento y que habrían registrado niveles importantes de devaluación en los últimos años. En este sentido países como Argentina, Turquía, Rusia y Sudáfrica entre otros, ofrecieron un panorama de riesgo que llevaron a los inversionistas internacionales a generar flujos de salidas, lo que sugiere que los flujos de inversión a estos destinos, incluyendo por supuesto a Colombia, se moderarán en línea con un incremento de la aversión al riesgo global, adicionalmente, incrementos de tasas de interés por parte de la FED de EE.UU y la reducción en las hojas de balance de los bancos centrales de los países desarrollados, sugieren un contexto de liquidez reducido comparado con el existente en la última década.

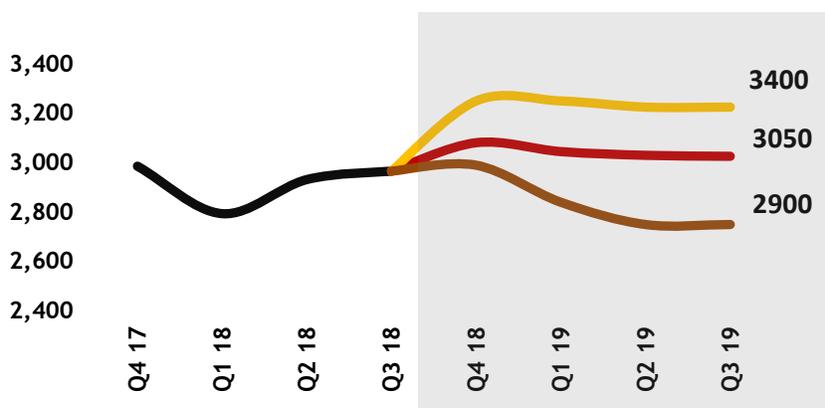
Consideramos que el desempeño de la tasa de cambio sigue ampliamente afectado por las condiciones de los mercados internacionales. En la medida que el diferencial de tasas de interés con EEUU se continúe ampliando, persistan los altos niveles de volatilidad y una mayor percepción de riesgo tanto global como local el peso presentará presiones de depreciación la primera parte de 2019. El menor crecimiento de los principales socios comerciales, así como de la economía mundial representaría una menor demanda por petróleo por lo cual los ingresos de exportaciones por este producto disminuirán teniendo en cuenta

que la producción local se mantendría relativamente estable. Sin embargo, a medida que el riesgo disminuya, el BanRep comience a subir su tasa de interés, el rendimiento de los activos colombianos repunte, y el dólar comience a ceder terreno a nivel global la tasa de cambio podría estabilizarse.

Bajo el panorama que percibimos, la economía colombiana continuará una senda de recuperación gradual en 2019, soportada en una demanda interna un poco más sólida y a pesar de un contexto global que irá encontrando el camino de recuperación mientras disminuye progresivamente la volatilidad de los mercados financieros. Destacamos que este panorama abre oportunidades locales y mantiene los retos globales, a la espera de una gestión decidida del actual gobierno para mejorar el ritmo de competitividad y sostenibilidad de las finanzas públicas.

En 2018 el peso presentó una depreciación superior al 8%, y consideramos que esos niveles no se alinean con los fundamentales locales ya que el balance externo se ha reducido en los últimos años, por lo que esperamos un ajuste gradual de la divisa local 2019. Estimamos que la tasa de cambio se ubicará en promedio sobre 3,050 y cerrará 2019 cerca de \$2950, pronóstico que estará acompañado de una gran volatilidad similar a la registrada en 2018 (20% aprox). Por su parte, prevemos que la rentabilidad de la referencia de TES con vencimiento a julio de 2024 pasará del 6,25% al cierre de 2018 al 6,70% en diciembre de 2019.

**GRÁFICA 31**  
Tasa de Cambio

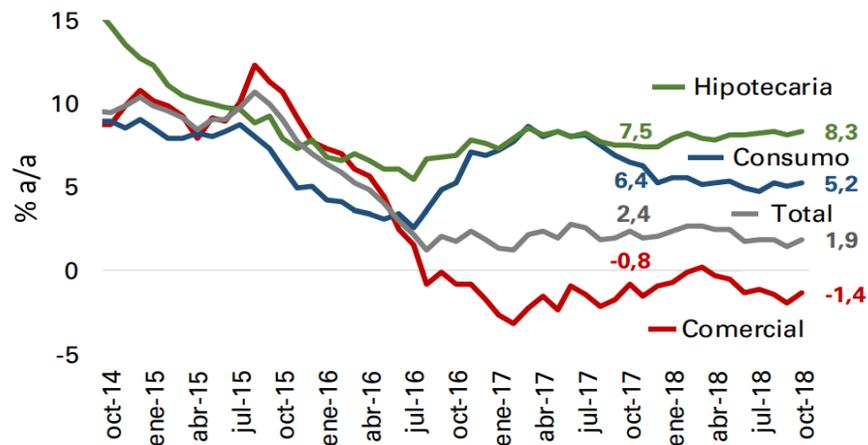


## ■ Sector Financiero

Durante 2018 el sistema financiero colombiano continuó recuperándose de los choques experimentados por la economía desde mediados de 2014. En este proceso hemos visto la materialización gradual del riesgo de crédito (en la forma de aceleraciones de la cartera vencida y riesgosa), y como consecuencia de ello se ha reducido la rentabilidad del sector (ocasionada por los mayores gastos en provisiones) en medio de un bajo crecimiento de la cartera. Sin embargo, la reciente evolución favorable del entorno macroeconómico ha permitido que el ritmo de crecimiento de las carteras vencida y riesgosa se haya reducido, aunque el crecimiento de la cartera de crédito continúa en niveles bajos.

Desde mediados de 2016 las tasas de crecimiento de las distintas modalidades de crédito se han mantenido estables, pero en niveles bajos, lo que contrasta con el rápido repunte que registraron después de la crisis financiera internacional de 2009. Este comportamiento ha coincidido con una menor demanda por crédito en la economía y con un aumento en las exigencias para otorgar préstamos. Pese a lo anterior, en el 4T18 los EC vienen registrando un aumento en la demanda, principalmente para las carteras de consumo y microcrédito. La materialización del riesgo de crédito es más notoria en sectores económicos como la construcción y la agricultura y, en menor medida, en la cartera de vivienda.

**GRÁFICA 32**  
Crecimiento de la Cartera



Por su parte, los indicadores de riesgo de crédito continuaron deteriorándose, pero a un menor ritmo, como consecuencia de la desaceleración de la cartera riesgosa y la vencida. Los deterioros fueron impulsados por la dinámica de las carteras comercial y de vivienda.

Durante los últimos seis meses el indicador de calidad por riesgo (ICR) del total de la cartera continuó mostrando incrementos y se ubicó en 10,4%. Por modalidad de crédito, el indicador de las carteras comercial y de vivienda se incrementó, aunque en menor medida a lo registrado en meses anteriores. Entretanto, el ICR de las carteras de consumo y microcrédito exhibió una disminución. Para la cartera comercial y la total se observa un ICR mayor al de la crisis financiera internacional en 2009.

De otra parte, el indicador de calidad por mora (ICM) mostró una dinámica similar a la del ICR, registrando un nivel de 5,5% en agosto de 2018, valor superior al observado durante el período de crisis financiera internacional en 2009. El

incremento durante el último año está explicado por el comportamiento de las carteras comercial y de vivienda, mientras que los indicadores de consumo y microcrédito reportaron caídas. En el caso de la cartera comercial, el aumento del indicador se debe, en parte, al efecto base por el bajo crecimiento de los préstamos. Asimismo, la cartera vencida se desaceleró en todas las modalidades, mostrando un crecimiento real anual del 12,6% a agosto de 2018, tasa menor al máximo registrado en el período de crisis financiera internacional (55,1%).

### EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR CORPORATIVO

El sector corporativo redujo su endeudamiento como porcentaje del PIB. Esta disminución se presentó tanto en el sector corporativo público, debido a una caída en la deuda en moneda extranjera, como en el privado, donde cayó el crédito en moneda legal.

A junio de 2018 el endeudamiento total del sector corporativo como proporción del PIB anualizado se ubicó en 54,6%, presentando una reducción con respecto a lo registrado en diciembre de 2017. Del total, el sector corporativo privado contribuyó con 46,1 pp. Este sector presentó una disminución mayor que la del público. La disminución del endeudamiento del sector privado obedeció, en mayor medida, a una reducción del crédito en moneda local con entidades financieras nacionales, mientras que para el caso del sector público estuvo explicada esencialmente por un menor saldo de bonos emitidos en el exterior.

## ■ Análisis Sectorial

Los sectores económicos de transporte, financiero y electricidad incrementaron su participación en la cartera otorgada a empresas del sector privado. A junio de 2018 los sectores económicos con mayor participación en la cartera otorgada al sector corporativo privado fueron comercio, manufactura y construcción, los cuales concentran en conjunto el 55,4% de esta cartera. Por otro lado, los sectores de minería, restaurantes y hoteles, y salud son los que menos participan.

Con respecto al 2017, los sectores de transporte, financiero y electricidad fueron los que más ganaron participación. En el caso de construcción, existe un incremento que obedece principalmente a reclasificaciones de carteras ya existentes y no a un incremento en los préstamos hacia este sector. Por su parte, inmobiliario, manufactura y comercio

## Situación financiera del sector corporativo privado

Los indicadores financieros de las empresas mostraron deterioros en su actividad y en sus indicadores de riesgo de crédito, que contrastan con las mejoras en el apalancamiento y la cobertura de intereses. En general, en la economía se percibe a través de diferentes indicadores una ralentización en el ritmo de ventas de las empresas, acompañados de un incremento en los indicadores de riesgo de crédito, lo cual es coherente con los indicadores de la cartera comercial. A pesar de lo anterior, la rentabilidad de las firmas no varió considerablemente en el período de análisis.

disminuyeron su participación, destacándose que este último viene representando desde 2014 un porcentaje progresivamente más bajo de la cartera otorgada al sector corporativo privado.

El análisis de diversos indicadores permite inferir que los sectores económicos en los cuales el riesgo de crédito se ha incrementado en mayor medida son construcción, agropecuario y salud. En el último después tanto la percepción del riesgo de crédito en esta modalidad como su materialización han aumentado, toda vez que los indicadores de riesgo de crédito de la cartera comercial mostraron un deterioro. El ICR exhibió un aumento y se ubicó en un valor de 12,1% en junio de 2018, mientras que el incremento del ICM fue más leve, al alcanzar una cifra de 4,7%.

El análisis del ICR por sector económico, muestra que el sector de salud, agropecuario, inmobiliario, transporte, de construcción y comercial son los que han experimentado mayores deterioros durante el período analizado. Construcción y comercio, además de mostrar aumentos del indicador en el último año, son los que más contribuyeron al deterioro del ICR agregado del sector corporativo privado. En el sector de comercio, se presentó un deterioro generalizado en todos los subsectores, pero el de comercio al por menor fue el que registró el mayor incremento, al pasar de 7,5% en junio de 2017 a 10,2% un año después. Por su parte, en el sector agropecuario los subsectores que más impulsaron el crecimiento del ICR del sector fueron cría de aves de corral, cultivo de palma de aceite y el cultivo de cereales (sin arroz).

Los altos niveles del indicador de riesgo en los sectores de construcción, electricidad y transporte se deben, en gran parte, a componentes idiosincrásicos. El primer sector se ha visto afectado por la situación de la Concesionaria Ruta del Sol S.A.S; en el segundo, por la cartera de la Electrificadora del Caribe S. A, y el último por el desempeño de las empresas dedicadas al transporte masivo de pasajeros. Al descontar estos efectos, se encuentra que construcción sería la única de estas ramas que seguiría teniendo un efecto importante sobre el deterioro del ICR del sector corporativo privado. Por otro lado, el sector salud reportó dos años consecutivos de incrementos en el indicador y en junio de 2018 el cambio en el mismo fue de 6,6 pp. Este es el sector económico que más deterioro ha tenido en los últimos dos años, descontando el

efecto idiosincrásico en electricidad, transporte y construcción. Dicho comportamiento fue impulsado por los institutos prestadores de salud (IPS).

Por otro lado, los ICM de los sectores de transporte, agropecuario y construcción son los que más se incrementaron en el último año y los que más contribuyeron al crecimiento del indicador para toda la cartera comercial. Al descontar los efectos idiosincrásicos, los sectores que más se deterioraron fueron agropecuario, inmobiliario y construcción, mientras que los que más contribuyeron fueron construcción y agropecuario.

El indicador de percepción de riesgo por calificación (IPRC) y el indicador ponderado de migrar a una peor calificación.

En los últimos seis meses los sectores de electricidad, construcción y agropecuario muestran incrementos de la percepción de riesgo, tanto por número de registros como por saldo. Para estos tres sectores el aumento ha sido mayor por saldo, lo que indica que créditos de montos cada vez mayores están migrando hacia calificaciones más bajas.

## **HOGARES**

Desde inicios de 2016 el endeudamiento de los hogares colombianos ha exhibido una expansión moderada. Por modalidad, la cartera de vivienda es la que ha registrado los mayores crecimientos durante el último año. A agosto de 2018 la cartera destinada a los hogares se ubicó en COP 217,4 b, registrando una tasa de crecimiento real anual del 5,5%. Del total del endeudamiento, aproximadamente dos terceras partes corresponden a préstamos de consumo y la restante a

vivienda; en el pasado reciente, esta última ha venido ganando participación gradualmente en el endeudamiento total. Con corte al mismo periodo, la cartera de vivienda se expandió al 7,6%, superior al promedio de los últimos tres años. En contraste, la cartera de consumo, si bien continúa expandiéndose al 4,4%, registra una tendencia a la desaceleración desde abril de 2017.

Esta desaceleración se explica por la tendencia decreciente que han registrado todos los segmentos, a excepción de los préstamos de libranza. En particular, las caídas más fuertes se observaron para vehículos, créditos rotativos y tarjetas de crédito, donde estas dos últimas registraron los crecimientos más bajos en la historia disponible

Para la cartera de vivienda los préstamos denominados en pesos destinados tanto para vivienda de interés social (VIS) como para vivienda diferente de interés social (no VIS), los cuales tienen la mayor representatividad en esta cartera, registraron aceleraciones en el último año. Por otro lado, los créditos denominados en UVR presentaron desaceleraciones, especialmente durante los últimos meses. La cartera no VIS denominada en UVR, que tiene el menor peso en la cartera de vivienda, presenta contracciones reales.

Durante el último año los ICM de consumo y vivienda se mantuvieron relativamente estables. A pesar de lo anterior, la percepción de riesgo para la cartera de vivienda continúa incrementándose. En el último año la morosidad tanto para la cartera de consumo como la de vivienda corrigió la tendencia creciente que venía presentando desde principios de 2017,

pese a que a agosto de 2018 algunos segmentos continuaron exhibiendo incrementos en su ICM. En particular, para la cartera de consumo el ICM de vehículos es el más alto desde mediados de 2009, mientras que para vivienda los préstamos no VIS denominados en UVR han exhibido un deterioro a lo largo del año.

De acuerdo con la información de la encuesta Iefic, la carga financiera de los hogares ha disminuido por una mejor dinámica del ingreso con respecto a la de las cuotas. El indicador de carga financiera (CFI), definido como la razón entre el pago por intereses y abono a capital de la deuda sobre el ingreso, continuó exhibiendo una disminución y a agosto de 2018 se ubicó en 16,0%. De este porcentaje, el CFI asociado a consumo corresponde a 13,9%, mientras que el 2,1% restante a vivienda. La disminución en el indicador respondió principalmente a una mejor dinámica del ingreso con respecto a la cuota.

## **EVOLUCIÓN DE LOS DESEMBOLSOS DE LA CARTERA COMERCIAL POR MONTO E HISTORIAL CREDITICIO DEL DEUDOR**

Al analizar los desembolsos por rama de la economía se puede observar una reducción en el porcentaje de capital desembolsado a las empresas clasificadas en la actividad de industria manufacturera y otros, mientras que las ramas que han ganado mayor participación son las de construcción, comercio y actividades inmobiliarias. En cuanto a los créditos desembolsados al grupo de mayor monto durante el período de análisis, estos se componen principalmente de desembolsos al sector

comercio (19,1%), seguido por los destinados a la industria manufacturera (16,7%), a la intermediación financiera (14,1%), al sector de electricidad gas y agua (12,8%) y al de la construcción (9,8%).

Por su parte, la evolución de la composición de los desembolsos por perfil de riesgo del deudor muestra que los destinados a deudores sin morosidad, es decir, aquellos deudores menos riesgosos, han venido aumentando. Esta misma dinámica se observa al descomponer los créditos de alto monto de acuerdo con el perfil de riesgo de los deudores. Una particularidad de la evolución del perfil de riesgo de los desembolsos de alto monto es el aumento a comienzos de 2014 y la posterior corrección a finales de 2015.

A pesar del aumento de los indicadores de riesgo crediticio para la cartera comercial, no se observa que esta dinámica responda a una recomposición de los nuevos desembolsos a deudores más riesgosos (de acuerdo con su historial de mora) o los destinados a una actividad económica en particular.

### **CARGA FINANCIERA, PLAZO Y TASA DE INTERÉS DEL ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES EN COLOMBIA: IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA**

Entre el primer trimestre de 2012 y el segundo trimestre de 2018 la carga financiera de los hogares colombianos (esto es, la razón entre pagos por cuotas de sus créditos y el ingreso mensual) ha fluctuado alrededor del promedio histórico de 17,3%. La estabilidad relativa de la

carga financiera a lo largo del tiempo ha coincidido con un incremento sostenido en la razón de la cartera otorgada a hogares (vivienda y consumo) a ingreso nacional, que pasó de 13,1% a 19,5% en el mismo período.

El crecimiento del endeudamiento de los hogares ha sido consistente con la estabilidad de la carga financiera, por dos razones principales: 1) el incremento en los plazos vigentes de las carteras de consumo y vivienda, y 2) la reducción de las tasas de interés durante el mismo período.

En los últimos años se han observado cambios permanentes en la estructura de plazos del endeudamiento de los hogares, lo que ha permitido que la carga financiera se mantenga en niveles inferiores a aquellos considerados como de riesgo o vulnerabilidad.

#### **Potenciales implicaciones para la estabilidad financiera**

La ampliación de los plazos de la cartera de los hogares tiene ventajas para estos agentes, ya que les permite mejorar su flujo de caja y acceder a fuentes de financiación que sean acordes con su capacidad de pago, sin tener que aumentar su nivel de carga financiera. Sin embargo, esto también trae consigo el incremento de diferentes riesgos para el sistema financiero.

En primer lugar, la extensión del plazo facilita el aumento de los niveles de apalancamiento de los agentes de la economía. Como se observó en el caso de los hogares, esto permitió que su nivel de deuda creciera significativamente en los últimos años, mientras que sus niveles de carga financiera no lo hicieron. Este

mayor apalancamiento constituye una exposición más alta y, por tanto, una vulnerabilidad para los establecimientos de crédito ante eventos que afecten la capacidad de pago de los hogares, lo que puede comprometer la estabilidad del sistema financiero.

Dado que la principal vulnerabilidad que enfrenta la estabilidad financiera de la economía colombiana es el riesgo de mayores restricciones en el financiamiento externo en un contexto de incrementos de tasas de interés globales y posibles turbulencias en economías emergentes, este riesgo tendría el

potencial de enfriar la demanda agregada, y afectar al sistema financiero, principalmente, mediante los mayores gastos en provisiones para los establecimientos de crédito que ocasionaría el deterioro en la calidad de la cartera en un contexto de ajuste de la demanda agregada.

Esperamos que en un contexto macroeconómico favorable que mejore la capacidad de pago de los deudores y que dinamice la demanda podría implicar mejores desempeños de la cartera en el futuro próximo.

# PANORAMA Y PERSPECTIVAS EN EL MERCADO DE RENTA VARIABLE



## ■ Mercado Accionario de Estados Unidos

Las decisiones de política monetaria de los principales bancos centrales, la evolución de las recientes tensiones comerciales entre las principales potencias del mundo y la incertidumbre sobre el crecimiento económico global serían los principales factores que influirían en el comportamiento del mercado accionario global.

El aumento de tasas de la Fed conduce a un alza en el costo de los préstamos a los bancos y por consiguiente a las compañías que deben pagar un monto

mayor por la deuda contraída, reduciendo las ganancias corporativas de las empresas. Asimismo, los hogares tendrán que asumir un costo superior por hipotecas y créditos, lo que bajo un contexto de menor crecimiento implicaría una débil demanda de préstamos bancarios y un débil desempeño del sector financiero.

El crecimiento relativamente positivo en los ingresos de las empresas estadounidenses durante el año 2018 condujo a una valorización de los índices

Dow Jones, S&P 500 y Nasdaq de 8.57%, 9.05% y 15.71% respectivamente en lo corrido del año hasta principios de octubre. Sin embargo, la reciente corrección del mercado accionario norteamericanos responde en gran medida a la preocupación del mercado por un posible ajuste monetario más rápido, así como el aumento en los niveles de riesgo global. Esto podría tener un efecto contagio sobre los mercados emergentes, en la medida que las condiciones financieras se hacen más restrictivas y la liquidez global se está reduciendo conduciendo a un débil desempeño de las bolsas de estos países en el 2019.

De igual forma, la rentabilidad de los bonos Tesoro ha sido objeto de análisis para el mercado de renta variable de Estados Unidos, ya que el dividend yield de las acciones ha superado el rendimiento de los bonos durante el año, lo que implicó un incremento en la demanda de acciones debido al mayor retorno respecto al mercado de renta fija. No obstante, el reciente ascenso de los rendimientos de los bonos Tesoro ha logrado superar el rendimiento de los índices accionarios revirtiendo las preferencias de los inversionistas y generando flujos de venta en las acciones y adquisición de activos más seguros, como los bonos. Por su parte, el conflicto comercial entre EE.UU y China, tendría consecuencias generalizadas sobre las bolsas a nivel mundial, particularmente

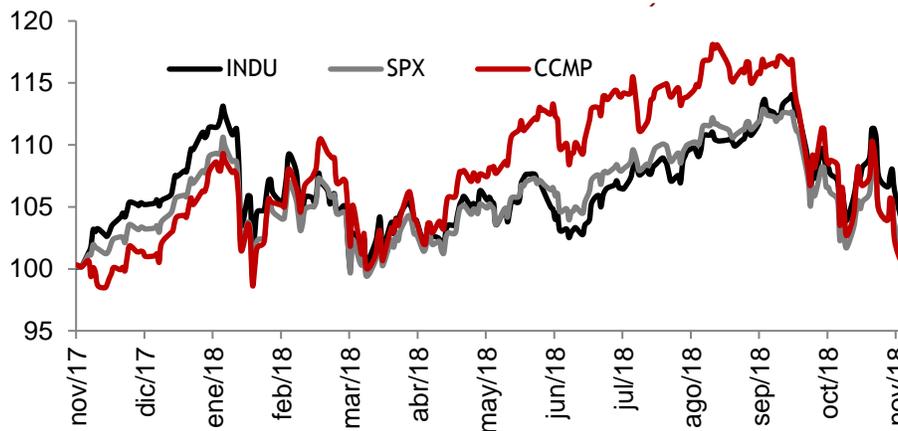
las asiáticas y estadounidenses.

Pese a que la economía comienza a presentar signos de desaceleración, mantenemos perspectivas positivas frente al sector tecnológico, debido a la persistente necesidad de inversión e innovación para impulsar la competitividad global. Como referencia de ello, se encuentra la ciberseguridad, los softwares de servicios (SaaS), computación en la nube, pagos digitales, movilidad y dispositivos inteligentes, áreas que han despertado interés en los inversionistas. Dicho sector ha sido el segundo con peor desempeño desde su caída a partir de finales de septiembre, con un descenso cercano al 7%, sin embargo, en lo corrido del año el sector sigue en terreno positivo 2018, por lo que tiene un amplio margen de valorizaciones.

Muchas de las acciones tecnológicas más conocidas han sufrido en las últimas semanas, pero las disminuciones en las relaciones precio-ganancias han sido aún más pronunciadas. Lo que significa que algunas de esas mismas acciones se han vuelto relativamente más atractivas, por cual la reciente caída podría presentar una oportunidad de compra. Para el caso específico de Facebook, la compañía continúa realizando adquisiciones estratégicas e invirtiendo en tecnologías de vanguardia. Sin embargo, las preocupaciones de privacidad y la competencia tecnológica probablemente se intensificarán en 2019.

## GRÁFICA 33

EEUU.



Para el año fiscal 2018, las acciones de Netflix casi se duplicaron en el primer semestre de 2018. Los precios de las acciones aumentaron un 104% de enero a junio de 2018, y se espera que la tendencia positiva continúe en el futuro. Lo anterior, considerando que la compañía tiene una base de usuarios sólida y cada vez mayor, y por lo tanto los ingresos, aumentan constantemente trimestre a trimestre. Para el tercer trimestre de 2018 las ganancias fueron de 89 centavos por acción, superando las estimaciones de 68 centavos por acción que tenía el mercado. Apple, otra de las compañías tecnológicas más grandes de Estados Unidos, sufrió un descenso del precio de las acciones recientemente debido a una eventual caída en la demanda del nuevo iPhone.

Pese a que el nuevo Congreso de EE.UU. se posesiona hasta el 20 de enero de 2019, el panorama que regirá la economía estadounidense ya entró en vigencia.

Algunos de los temas más importantes que tendrá que tratar tienen que ver con rebajas a los impuestos y la aprobación del nuevo acuerdo comercial de América del Norte.

respecto a los automóviles, así como a los sectores de energía y finanzas, Donald Trump busca lograr la desregulación como un punto prioritario de su agenda económica. No obstante, al igual que con la reforma tributaria, Trump tendrá que esperar a una votación del Congreso sobre el tema, la cual se daría hasta el próximo año, una vez el nuevo parlamento se haya posesionado.

En la agenda de Trump también entra el nuevo acuerdo comercial entre EE.UU., México y Canadá que debe ser aprobado por los congresistas y genera división sobre todo en los asuntos relacionados con la industria automotriz. Dentro del acuerdo USMCA se incluyen nuevas restricciones para los fabricantes de automóviles y productos agrícolas, los cuales dependen de un comercio libre de impuestos en la región. De esta manera, la situación del sector agrícola en sí es complicada debido a que se ha visto afectado de igual forma por la disputa comercial entre Estados Unidos y China sobre este.

Si bien la debilidad en los sectores de vivienda y los automóviles podría ser evidente para el próximo año debido al incremento en el pago de préstamos

hipotecarios y demás, esto podría ser interpretado como una pausa cíclica en la que estas industrias eventualmente seguirán siendo atractivas en un futuro. En lo que respecta al sector energético, a pesar de los precios sostenibles del crudo

a lo largo del año 2018, se ha evidenciado una pronunciada desaceleración de los mismos desde finales de septiembre, lo que ha tenido un efecto negativo pronunciado en el sector.

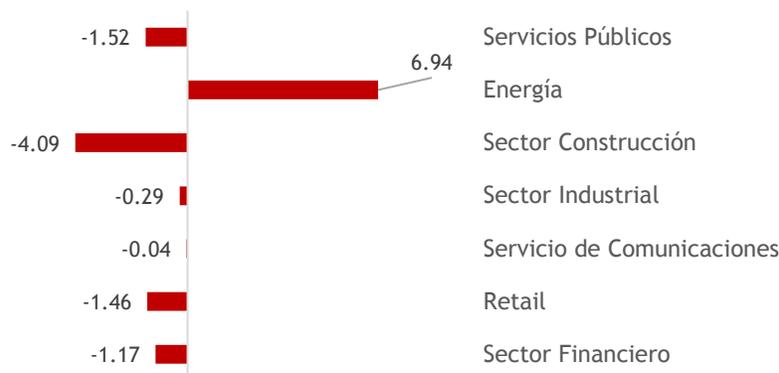
## ■ Mercado Renta Variable Local

Los mercados emergentes generaron sólidos rendimientos en 2016 y 2017 debido en gran parte al exceso de liquidez tras las bajas tasas de interés, y al bajo precio de los activos. Sin embargo, actualmente la situación ha tomado otro rumbo y la liquidez económica global comienza a disminuir debido a las restricciones ejercidas entre finales de 2017 y principios de 2018, por lo que esto sumado a la mayor volatilidad ha generado retiradas de capitales de los mercados emergentes.

En lo corrido del año hasta noviembre el índice COLCAP acumulaba una desvalorización superior al 9%, debido al

aporte negativo de todos los sectores en general, excepto el energético, que presentó una valorización de 6.9%. Esto estuvo en línea con los sólidos resultados corporativos de Ecopetrol, que elevó sus ganancias de manera importante a lo largo del año. El sector de Construcción, junto con el sector de servicios públicos (energía) fueron de los más afectados durante el 2018, hecho que respondió a la salida de extranjeros de algunas cementeras y escándalos de corrupción que generaron ruidos sobre algunas acciones que cotizan dentro del índice.

**GRÁFICA 34**  
(%) Sectores COLCAP 2018



Para el cierre de 2018 esperamos que el índice de capitalización bursátil de la bolsa de valores, COLCAP, presente un

desempeño defensivo con leves recuperaciones favorecido por los mejores resultados corporativos de los

emisores que lo integran, así como por una moderación en los flujos de ventas por parte de los inversionistas extranjeros. Bajo este contexto esperamos que el índice cierre cerca de la zona de 1,480 puntos. Consideramos que el mercado de renta variable local estará repuntando el próximo año, en línea con la estabilidad esperada de los precios del petróleo que se encontrarán alrededor de US\$58 pb según las estimaciones del mercado, sumado a la apreciación del peso durante 2S19.

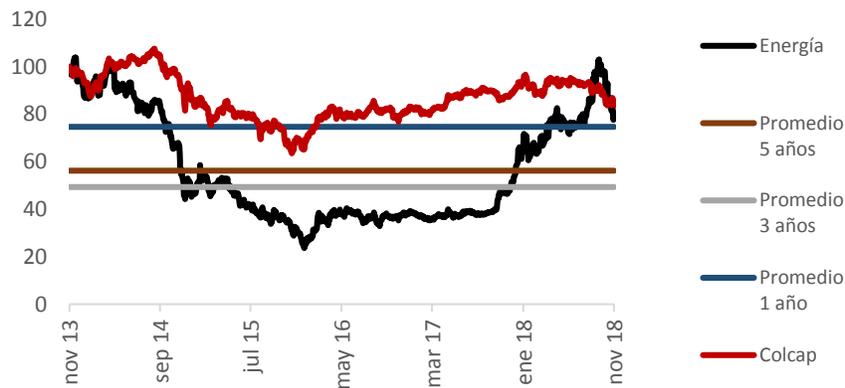
### SECTOR ENERGÉTICO

El porcentaje de ocurrencia del fenómeno del niño para final del año y comienzos de

2019 se ubica cerca del 60% y 70% según lo informó el Ideam. Los efectos que podría desencadenar este fenómeno en el sector energético están muy relacionados a los generados durante octubre de 2015 y marzo de 2016, fechas en las que la sequía tuvo una concentración alta en el país. De esta manera, la generación de energía hidroeléctrica se vería afectada y limitada gracias a que los niveles de embalse y represas caerían generando un incremento de las tarifas. Estos efectos serían bastante representativos en la

medida que más del 75% de generación de energía del país pertenecen a fuentes hídricas.

**GRÁFICA 35**  
Sector Evolución



En el pasado, el país tuvo que incurrir en gastos de importación de energía eléctrica desde Ecuador de US\$37,6 millones aproximadamente, para poder cubrir el exceso de demanda que condujo el fenómeno del niño en el 2015. Los precios de energía en bolsa llegaron a aumentar 4,5% durante este periodo, y cotizaron en niveles superiores a las condiciones normales, destacándose el mes de octubre de 2015 que alcanzó los \$1.107/kWh.

Durante la ocurrencia del fenómeno del niño los niveles de aportes de hidrología fueron significativamente menores al promedio. La crisis de las termoeléctricas, conocida por los efectos que tuvo el fenómeno en 2015, destacó los mayores costos de funcionamiento y los incidentes ocurridos en las hidroeléctricas de Guatapé y Termoflores que restaron cerca de un 6% de capacidad a la generación del sistema eléctrico del país.

Desde agosto del presente año, el mercado colombiano comenzó a tener síntomas de una subida en las cotizaciones del precio de energía en bolsa, para finalmente ubicarse en \$208 KWh a finales de octubre. Dado lo anterior, y teniendo en cuenta las consecuencias del fenómeno explicado anteriormente, el precio tendería a incrementarse el siguiente año. No obstante, Alejandro Castañeda, director ejecutivo de la Asociación Nacional de Empresas Generadoras (Andeg), afirmó que entre el 80% y 85% del total de energía para el periodo (diciembre 2018-marzo 2019) está contratada, lo que tranquilizaría y limitaría este efecto.

Existe la necesidad de mirar qué tanto de esa energía contratada tiene algo de exposición en la bolsa, y a diferencia del pasado, hoy hay un manejo más responsable de parte del agente hidráulico y hay unas reservas de agua del 79%, frente al 62% que tuvo en el 2015.

Por otra parte, el proyecto Hidroituango estuvo en el foco del sector durante todo el año, debido a las irregularidades que se presentaron en torno al mismo. Se tenía previsto el inicio del funcionamiento de la hidroeléctrica para el próximo diciembre, no obstante, la emergencia que registró impidió la entrada en operación. En el Congreso del Mercado de Energía Mayorista, MEM, que congrega a las principales empresas de este sector en Colombia, se trató el tema en cuestión, y se señaló que, de no entrar en operación en los próximos 5 años, se podría presentar un déficit en la demanda

La capacidad instalada de energía en Colombia es cercana a 17 mil megavatios

durante el verano de 2023 y 2024. Por tal motivo, se han tomado medidas para mitigar el impacto en el sector a futuro, como la aplicación de energías renovables no convencionales.

La compañía de Empresas Públicas de Medellín (EPM), ha tenido que hallar una forma de limitar las pérdidas obtenidas debido a la contingencia, por lo que ha tomado la decisión de sacar a la venta activos en Chile valorados en unos 3 billones de pesos aproximadamente. De igual forma, se espera que en Colombia se inicie un proceso de enajenación de acciones de Isa en el 2019, activo en el que EPM tiene 10.17% de participación.

Se estima que las subastas de energía se realicen durante el primer trimestre de 2019, permitiendo mayor incorporación de energías renovables al sistema energético nacional y ofreciendo contratos por 10 años que serán adjudicados a partir de 2022. La meta del actual Gobierno es incrementar la capacidad instalada de energías renovables no convencionales desde el actual 50 MV hasta 1.500 MV en cuatro años. De igual forma, esta subasta tiene como objetivo tener más fuentes de energía disponibles, a precios más competitivos durante los periodos de sequía, cuando la generación térmica cumple con abastecer la demanda, pero a precios mucho más altos.

La compañía de energía Celsia le está apostando a la implementación de la generación de energía solar en el país, destacando la construcción de la primera granja de generación solar y manteniendo en la mira otras dos granjas en operación.

y la demanda se encuentra alrededor de 10mil, por lo que en el corto plazo la

demanda se podría cubrir en su totalidad. Sin embargo, hay que tener en cuenta los factores de riesgo derivados de factores climáticos.

Por otro lado, además de las preocupaciones que se tiene alrededor de un alza en los precios de energía en bolsa para el próximo año, en 2018 este hecho es una realidad, siendo entre el 12% y 14% el incremento estimado este año luego de haber subido 70 pesos en el costo del kilovatio. Recientemente se conocieron las declaraciones de la ministra de Minas y Energía, María Fernanda Suárez, en las que afirmó que se comenzará a implementar una misión para el sector eléctrico que evalúe de manera integral la regulación actual con el objetivo de hacer una transición hacia las energías renovables.

De otra parte, la venta del paquete remanente de acciones que tiene el Distrito en el Grupo de energía de Bogotá (GEB) se espera que se reinicie el próximo año entre enero y febrero de 2019, haciendo referencia al 9.8% de la participación restante luego de las dos etapas de democratización realizadas durante el 2018. Finalmente, se espera que la transformación digital, la coherencia en la regulación, la situación de la Hidroeléctrica Ituango y la situación de Electricaribe sean los retos que tendrá que enfrentar el sector en los próximos años.

## **SECTOR RETAIL**

Estacionalmente, diciembre es un mes en el que tanto la confianza al consumidor como las ventas al por menor repuntan gracias a la mayor demanda de productos

por parte de los hogares debido a las festividades de fin de año. Dado lo anterior, esperamos que en esta misma medida el sector comience a repuntar a finales; sin embargo, para el próximo año se tiene que tener en cuenta que la participación de países latinoamericanos en las 3 principales compañías del sector que hacen parte del COLCAP, Grupo Éxito, Nutresa y Avianca ha venido aumentando, por lo que es necesario evaluar el desempeño económico de estos. Teniendo en cuenta lo anterior, esperamos que el desempeño de Grupo Éxito responda en mayor medida a lo que pase con el desempeño económico de Brasil y más específicamente con la recuperación de la demanda interna y el sector minorista. La compañía ha tenido que enfrentar pérdidas debido a la acelerada devaluación de monedas de mercados emergentes, presentada principalmente durante el tercer trimestre del año. Sin embargo, luego de las elecciones presidenciales de Brasil, con el nuevo gobierno ha retornado un poco la confianza hacia el país, por lo que el mercado tiene expectativas positivas acerca del comportamiento de la economía hacia el próximo año. Para el caso de Nutresa, dependemos de lo que pase en la economía de Centro América y América Latina especialmente.

El paro de pilotos de Avianca realizado en septiembre de 2017 fue el factor que más incidió sobre el desempeño de la compañía durante todo el año, no obstante, se estima que el impacto de esta situación sobre los estados financieros de la compañía haya finalizado en noviembre, por lo que esperaríamos que, quitando el efecto del paro, la empresa comience a reflejar una mejora en sus resultados corporativos.

Asimismo, según se indicó en la última reunión de relación con la inversionista realizada en Nueva York el pasado 5 de noviembre, Avianca lanzó un plan de ahorros desde la fecha hasta el 2022, con el fin de limitar las pérdidas que diferentes factores externos puedan causar en los resultados corporativos de la compañía. De igual forma, como parte de un ajuste en sus costos de personal, la compañía decidió recientemente hacer que un total de 226 personas se acogieran a un plan de retiro voluntario que diseñó la empresa. Se espera que, tras el recorte administrativo, para el mes de febrero se haga un proceso similar con el personal del área operativa. Como parte del plan de ahorro, la compañía anunció un plan de venta de participaciones en firmas como Deprisa o Viajes Éxito. Lo anterior, con el objetivo de mejorar los flujos de caja y lograr mejores cifras en materia de rentabilidad. Finalmente, se espera que las alianzas con United y Copa fortalezcan las operaciones de Avianca y genere un mayor acceso a conexiones en el mundo.

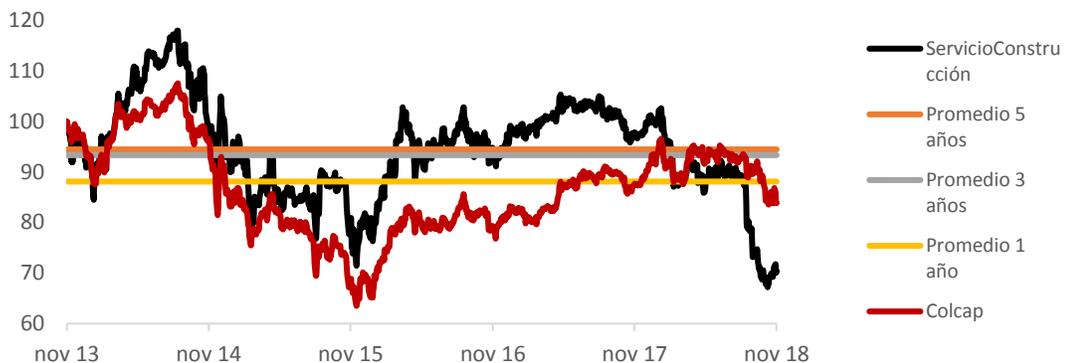
Dentro de los retos para el 2019, se encuentra la presencia del fenómeno del niño que podría generar presiones inflacionarias sobre los precios de los alimentos. Sin embargo, debido a que la propuesta de un incremento del IVA en los alimentos fue eliminada se espera que no se vean mayores efectos sobre los precios, y en consecuencia sobre el consumo de los hogares en medio de una demanda interna que se está recuperando.

## **SECTOR CONSTRUCCIÓN**

En el tercer trimestre de 2018, el valor agregado de actividad de construcción

creció 1.8% explicado por el crecimiento de 4.1% en la construcción de edificaciones residenciales y no residenciales, el aumento de 1.3% en las actividades especializadas para la construcción de edificaciones y obras de ingeniería civil. El sector de construcción ha tenido un mejor desempeño que el de hace un año volviendo a reflejar un crecimiento positivo después de 7 trimestres de variaciones negativas.

## GRÁFICA 36 Sector Construcción



Agregado de actividad de construcción creció 1.8% explicado por el crecimiento de 4.1% en la construcción de edificaciones residenciales y no residenciales, el aumento de 1.3% en las actividades especializadas para la construcción de edificaciones y obras de ingeniería civil. El sector de construcción ha tenido un mejor desempeño que el de hace un año volviendo a reflejar un crecimiento positivo después de 7 trimestres de variaciones negativas.

Para lo que resta de 2018 y en 2019, parece haberse comenzado a despejar nuevamente el panorama para que se realicen nuevos cierres financieros y se pongan en marcha nuevos proyectos que se encuentran en fases avanzadas de la etapa de gestión contractual y pre-construcción de las concesiones 4G.

En lo que respecta a los PROGRAMAS DE VIVIENDA de gobierno, se cuenta con un plan de construcción de 1.040.000 viviendas entre 2018 y 2022. La vivienda social ha sido determinante para sostener el 50% del mercado, y por eso la continuidad del programa de 'Mi Casa Ya' se hace prioritaria para alimentar las

perspectivas de recuperación en 2019. No obstante, la esperada inflación llevaría al –Banrep a incrementos en las tasas, lo que dificultaría el desarrollo de consumo de vivienda ya que los créditos hipotecarios serían más costosos.

La vicepresidenta del país, Marta Lucía Ramírez, explicó recientemente que se creó una Comisión Intersectorial de Infraestructura con carácter decisorio para priorizar temas ambientales, prediales, de consulta previa y de servicios públicos en los proyectos 4G. Asimismo, se lanzó el mecanismo de transparencia a través de la plataforma informática GPI, en la que los ciudadanos podrán consultar y hacer seguimiento a las obras. Lo anterior, con el objetivo de disipar los daños que generó el escándalo de Odebrecht en materia de transparencia.

Se mantienen perspectivas positivas frente a este sector en la medida que los proyectos 4G se materialicen, el gobierno de Iván Duque apoye e impulse los programas de vivienda y la producción de cemento continúen recuperándose anualmente. Adicionalmente, hay que

tener en cuenta que las compañías que hacen parte del índice COLCAP y que además hacen parte de este sector como lo son Cementos Argos, Cemex Latam Holdings y Concreto tienen participación en otros países, por lo que para el caso de Cemargos su desempeño dependerá en gran medida de lo que

suceda en Estados Unidos con el programa de infraestructura del gobierno, ya que la mayor participación se encuentra concentrada en este país. Asimismo, habrá que monitorear los planes de inversión en infraestructura de países de centro América y América latina ar el caso de Cemex.

## Resumen de Proyecciones Macroeconómicas

### Producto Interno Bruto por Actividad Económica (var-anual)

| Variable  | 2016        | 2017        | 2018 (e.)   | 2019 (p)    | 2020 (p)    |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Agricultura, Ganadería, Caza Pesca y Silvicultura             | 2,21        | 5,70        | 2,39        | 2,85        | 2,51        |
| Explotación de minas y canteras                               | -2,97       | -4,26       | -0,88       | 4,18        | 2,08        |
| Industrias manufactureras                                     | 2,88        | -1,95       | 1,77        | 3,21        | 2,53        |
| Suministro de electricidad, gas, agua y saneamiento ambiental | 0,00        | 0,83        | 2,31        | 2,23        | 2,43        |
| Construcción  | 3,29        | -2,05       | -1,36       | 2,57        | 3,03        |
| Comercio, reparación, alojamiento y alimentación              | 1,92        | 1,20        | 3,28        | 3,03        | 3,93        |
| Transporte, almacenamiento y comunicaciones                   | -0,81       | -0,06       | 3,01        | 2,43        | 2,93        |
| Actividades financieras y de seguros                          | 6,63        | 6,92        | 3,28        | 4,08        | 7,43        |
| Actividades inmobiliarias                                     | 3,31        | 2,79        | 2,20        | 2,08        | 2,48        |
| Servicios profesionales, administrativos y de apoyo           | -1,91       | 3,40        | 4,64        | 4,78        | 4,36        |
| Administración pública, educación y salud                     | 3,42        | 3,83        | 5,12        | 3,73        | 4,30        |
| Actividades de entretenimiento y de los hogares               | 5,71        | 3,91        | 2,44        | 2,29        | 2,83        |
| Valor Agregado  | 2,08        | 1,55        | 2,57        | 2,85        | 3,42        |
| Impuestos   | 1,14        | 4,34        | 3,18        | 3,58        | 4,33        |
| <b>Producto Interno Bruto</b>                                 | <b>2,00</b> | <b>1,79</b> | <b>2,64</b> | <b>3,36</b> | <b>3,73</b> |

### Producto Interno Bruto por Gasto (var-anual)

| Variable   | 2016        | 2017        | 2018 (e.)   | 2019 (p)    | 2020 (p)    |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Gasto de consumo final   | 1,45        | 2,26        | 3,32        | 3,86        | 4,03        |
| Gasto de consumo final individual de los hogares, gasto de consumo final de las ISFLH1 | 1,36        | 1,79        | 2,80        | 3,54        | 3,77        |
| Gasto de consumo final del gobierno general  | 1,98        | 3,99        | 5,35        | 4,92        | 4,94        |
| Formación bruta de capital   | 0,79        | 0,25        | 1,46        | 6,18        | 6,84        |
| Formación bruta de capital fijo  | -2,83       | 3,43        | 1,35        | 5,73        | 6,78        |
| Exportaciones  | -1,48       | -0,54       | 1,37        | 2,85        | 3,27        |
| Importaciones  | -3,96       | 0,39        | 3,75        | 6,46        | 7,20        |
| <b>Producto interno bruto</b>  | <b>2,00</b> | <b>1,79</b> | <b>2,64</b> | <b>3,36</b> | <b>3,73</b> |

## Descomposición Consumo Final de los Hogares

|   |             |             |             |             |             |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Alimentos y bebidas no alcohólicas  | 0,70        | 2,82        | 4,55        | 3,17        | 3,45        |
| Bebidas alcohólicas, tabaco y estupefacientes                               | 3,32        | 3,10        | 2,57        | 1,80        | 2,93        |
| Prendas de vestir y calzado   | 4,45        | -2,95       | 2,01        | 3,38        | 4,30        |
| Alojamiento, agua, electricidad, gas y otros combustibles                   | 2,63        | 2,83        | 3,05        | 2,75        | 2,87        |
| Muebles, artículos para el hogar y para la conservación ordinaria del hogar | -4,19       | 0,75        | 5,05        | 4,53        | 4,27        |
| Salud   | 0,33        | 1,45        | 3,29        | 3,40        | 2,52        |
| Transporte  | 1,22        | 0,90        | 2,02        | 3,72        | 5,09        |
| Comunicaciones  | -2,33       | -2,10       | 1,95        | 0,84        | 3,25        |
| Recreación y cultura  | 1,48        | 2,12        | 4,34        | 6,25        | 6,11        |
| Educación   | 2,14        | 1,73        | 1,25        | 1,21        | 1,76        |
| Restaurantes y hoteles  | 4,84        | 1,83        | 2,99        | 3,58        | 3,53        |
| Bienes y servicios diversos   | 0,29        | 1,75        | 3,28        | 3,67        | 4,01        |
| <b>Gasto de consumo final de los hogares en el territorio económico</b>     | <b>1,49</b> | <b>1,69</b> | <b>2,96</b> | <b>3,08</b> | <b>3,48</b> |
| Bienes durables   | -5,80       | 0,77        | 4,56        | 6,29        | 7,64        |
| Bienes no durables  | -0,40       | 1,99        | 4,31        | 4,20        | 4,12        |
| Bienes semidurables   | 3,06        | -2,36       | 2,27        | 3,96        | 4,75        |
| Servicios   | 3,02        | 2,30        | 2,19        | 2,61        | 2,99        |
| <b>Gasto de consumo final de los hogares por finalidad</b>                  | <b>1,49</b> | <b>1,69</b> | <b>2,96</b> | <b>3,08</b> | <b>3,48</b> |

## Descomposición Formación Bruta de Capital Fijo- Tipo de Activo

|  |              |             |             |             |             |
|--|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Vivienda                               | 0,02         | 1,33        | 0,75        | -4,56       | -1,53       |
| Otros edificios y estructuras          | -0,16        | 0,50        | -1,04       | 5,36        | 5,71        |
| Maquinaria y equipo                    | -7,93        | -1,84       | 4,11        | 5,57        | 6,93        |
| Recursos biológicos cultivados         | 13,19        | -0,28       | 2,08        | 4,39        | 3,29        |
| Productos de propiedad intelectual     | -8,76        | 14,44       | 3,92        | 10,90       | 13,49       |
| <b>Formación bruta de capital fijo</b> | <b>-2,83</b> | <b>3,43</b> | <b>1,35</b> | <b>5,73</b> | <b>6,78</b> |

## Comercio & Situación Fiscal

| Variable                      | 2016       | 2017       | 2018 (e.)  | 2019 (p)   | 2020 (p)   |
|-------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Cuenta Corriente Millones Usd | -12.024,50 | -10.508,03 | -10.778,16 | -11.054,86 | -13.781,99 |
| Exportaciones Millones Usd    | 34.090,74  | 39.676,01  | 43.240,90  | 42.670,09  | 45.765,50  |
| Importaciones Millones Usd    | 43.238,95  | 44.247,18  | 46.653,79  | 45.919,97  | 50.167,71  |
| Remesas Millones Usd          | 6.688,34   | 7.469,34   | 8.391,34   | 9.443,93   | 9.931,91   |
| Déficit Fiscal % del Pib      | -4,00      | -3,60      | -3,10      | -2,70      | -2,20      |

## Materias Primas

| Variable                           | 2016     | 2017     | 2018 (e.) | 2019 (p) | 2020 (p) |
|------------------------------------|----------|----------|-----------|----------|----------|
| Petróleo Brent Precio Promedio Año | 45,04    | 54,82    | 68,32     | 61,5     | 60,5     |
| Café (US\$/Libra)                  | 1,37     | 1,26     | 1,15      | 1,23     | 1,29     |
| Carbón (US\$/mt)                   | 88,86    | 95,57    | 90,00     | 78,00    | 75,00    |
| Oro (US\$/OzT) Fin de Periodo      | 1.147,50 | 1.302,80 | 1.238,00  | 1.253,00 | 1.292,00 |

## Tasas de Interés

| Variable   | 2016 | 2017 | 2018 (e.) | 2019 (p) | 2020 (p) |
|--|------|------|-----------|----------|----------|
| Tasa intervención Banco de la República (fin de periodo) % | 7,50 | 4,75 | 4,25      | 5,00     | 5,00     |
| Libor 3 meses %  | 1,00 | 1,69 | 2,75      | 3,38     | 3,38     |
| Federal funds rate %                                       | 0,75 | 1,50 | 2,50      | 3,15     | 3,15     |
| Prime rate   | 3,75 | 4,50 | 5,50      | 6,10     | 6,10     |

## Otras Variables Locales

| Variable                    | 2016  | 2017  | 2018 (e.) | 2019 (p) | 2020 (p) |
|-----------------------------|-------|-------|-----------|----------|----------|
| Inflación promedio %        | 7,52  | 4,27  | 3,25      | 3,70     | 3,50     |
| Inflación fin periodo %     | 5,75  | 4,09  | 3,20      | 3,50     | 3,20     |
| Colcap Index Fin de periodo | 1.352 | 1.514 | 1.480     | 1.520    | 1.550    |
| TC Promedio                 | 3.052 | 2.952 | 2.955     | 3.050    | 2.995    |
| TC Fin de Año               | 2.924 | 2.830 | 3.150     | 2.950    | 2.975    |
| Devaluación promedio a/a    | -0,01 | -3,28 | 0,10      | 3,01     | -1,61    |

02

# ACCIONES Y VALORES



El 2018 fue un año de resultados positivos para Acciones y Valores gracias a la ejecución del Plan Estratégico planteado

para el año. Este plan se basó alrededor de los pilares estratégicos que fueron la base para la ejecución.

## Pilares Estratégicos

| Pilar Estratégico           | Objetivo   |
|-----------------------------|--|
| Generación de Valor         | Ser una sociedad comisionista de bolsa que genere valor para sus accionistas, empleados y clientes.  |
| Cultura Organizacional      | Generar una cultura organizacional alineada a los valores de la entidad.   |
| Clientes                    | Incrementar la base de clientes y usuarios de la firma para cada una de sus unidades mediante la consolidación y creación de productos y un servicio que cumpla y supere las expectativas. |
| Diversificación de Ingresos | Lograr una adecuada distribución de los ingresos entre las diferentes unidades de negocio.   |
| Calidad de Ingresos         | Desarrollar las unidades de negocio y productos foco que permitan un ingreso recurrente y estable.   |
| Transformación Digital      | Emprender una transformación digital que permita generar nuevos modelos de negocio y también la obtención de eficiencias   |

Bajo estos pilares, la firma concentró sus esfuerzos en continuar diversificando sus ingresos mediante el incremento de la base de clientes, la creación de nuevos productos y canales tanto para mercado bursátil como para mercado masivo. Todo esto fue acompañado del fortalecimiento

del área de tecnología en cabeza de la Gerencia de Tecnología e Innovación.

Por otro lado, Acciones y Valores empezó a explorar oportunidades para un eventual proceso de internacionalización de la mano de su producto Western Union Business Solutions.

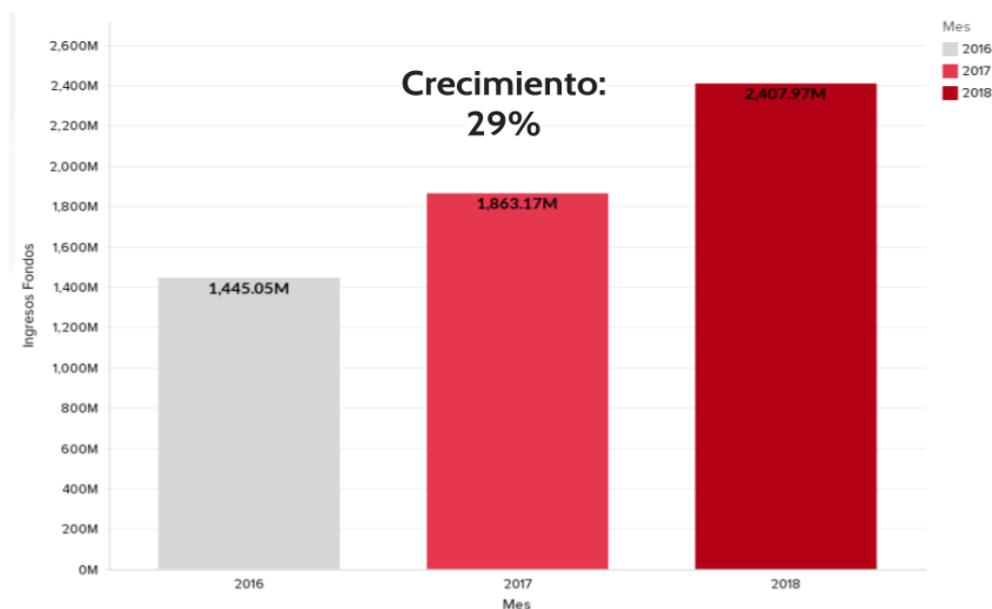
# GESTIÓN MERCADO BURSÁTIL



El 2018 tuvo varios acontecimientos para el área de mercado bursátil. Se continuó con los esfuerzos por aumentar la generación de ingresos por parte de la mesa de distribución. Desde la generación de producto, se lanzaron 3 nuevos Fondos de Inversión Colectiva que representaron un aumento de 40 mil millones de pesos en saldos administrados. Siguiendo el éxito de Accival Estructurado 1 en el 2017, la firma decidió lanzar los fondos estructurados 2

y 3 con 22 mil millones y 3 mil millones de captación respectivamente. De igual manera, con el ánimo de complementar el portafolio de productos de fondos abiertos, se introdujo en el segundo semestre el fondo Accival Renta Fija 180. Este fondo es de perfil conservador y tiene un pacto de permanencia de 180 días. Los saldos consolidados de fondos superaron los 200,000 millones, logrando el mayor saldo administrado por la firma.

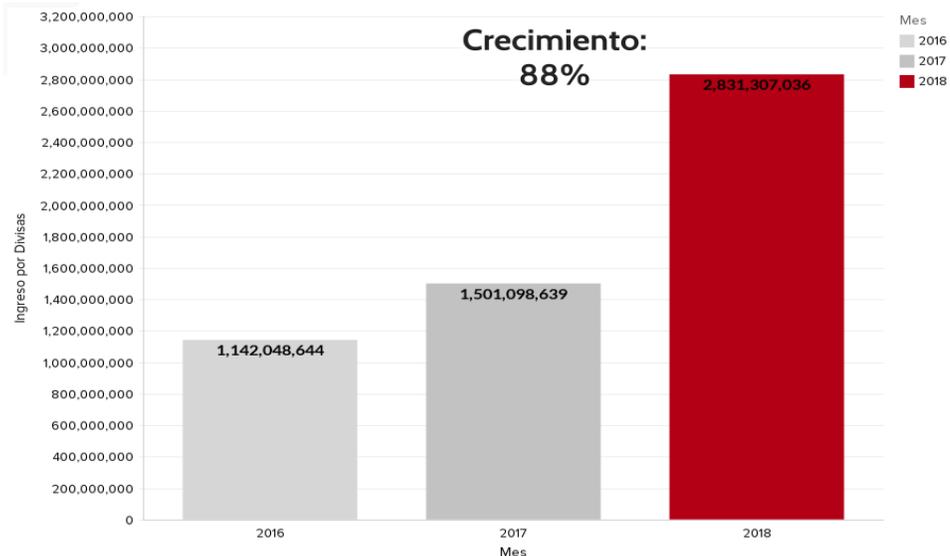
**GRÁFICA 37**  
Ingresos por Fondos Acumulado a diciembre



Con el ánimo de incursionar en el mundo de canales digitales, Acciones y Valores hizo una alianza con Tpage, una fintech enfocada en el desarrollo de billeteras digitales. Junto con Tpage, Acciones y Valores presentó a la “Arenera” de la Superintendencia Financiera de Colombia un proyecto digital alrededor de una vinculación simplificada al Fondo de Inversión Colectiva Vista. Este proyecto se convirtió en el primer proyecto aprobado por la “Arenera” en Colombia. Esperamos el lanzamiento de este producto en el transcurso del 2019.

Desde la perspectiva de divisas, la estrategia de atender pymes exportadoras e importadoras demostró ser exitosa. Este tuvo un crecimiento por encima del 100%, logrando unos ingresos por encima de \$2,500 millones de pesos para el año. El 2019 será un año donde se seguirá consolidando este esfuerzo de la mano de canales digitales.

**GRÁFICA 38**  
Ingresos Divisas de Terceros a diciembre



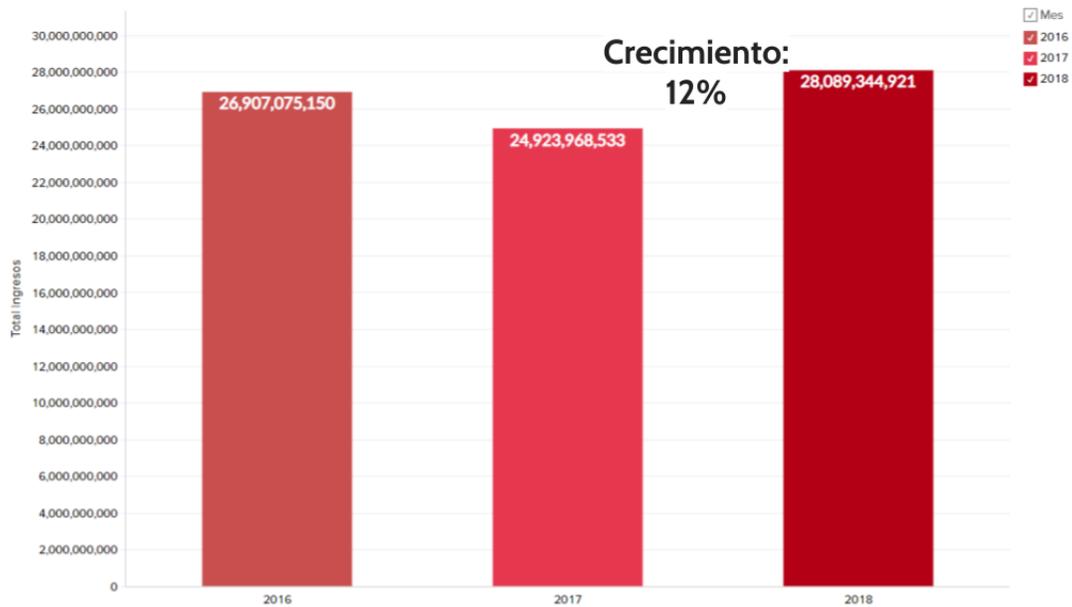
El cumplimiento del presupuesto estuvo al 98%, acercándose a los objetivos planteados para el año. Los cumplimientos por área de negocio fueron de la siguiente manera:

- Distribución: 113%

- Institucional: 80%
- Posición Propia: 94,52%

Este cumplimiento permitió un crecimiento total de 12%.

GRÁFICA 39  
Ingresos Acumulados a diciembre



## GESTIÓN MERCADO MASIVO



Durante el año 2018 ingresaron al país por concepto de remesas un valor equivalente a USD 6.366 millones superior en el 16% con respecto al valor de USD 5.496 millones del año 2017 lo cual representa una cifra y crecimiento sin precedentes. Estos volúmenes, por regiones fueron recibidos en su mayoría en el departamento del Valle con una participación del 27% seguido por los departamentos de Cundinamarca con el 18%, Antioquia con el 17% y los departamentos del eje cafetero con el

12%. Así mismo, los volúmenes totales antes mencionados se originaron en su mayoría en Estados Unidos país que posee una participación del 47% seguido por España con el 15% y Chile con el 6%, Ecuador 4% y Panamá con el 4%. Resulta importante comentar que los promedios por operación de remesas se ubica en cerca de USD 250 por cada una donde se destaca Estados Unidos con un promedio de USD 300, España con USD 317, Reino Unido con USD 400 Panamá

con USD 250 y Chile con USD 210 por transacción.

En cuanto hace referencia a la modalidad de pago para los receptores de remesas podemos comentar que los pagos por ventanilla participaron con el 65% reduciendo su participación desde el 78% en el año 2013 lo cual origina un mayor crecimiento del sistema de abono en cuentas y otros cuya participación termino con el 35% y con tendencia a incrementarse sensiblemente en el próximo futuro.

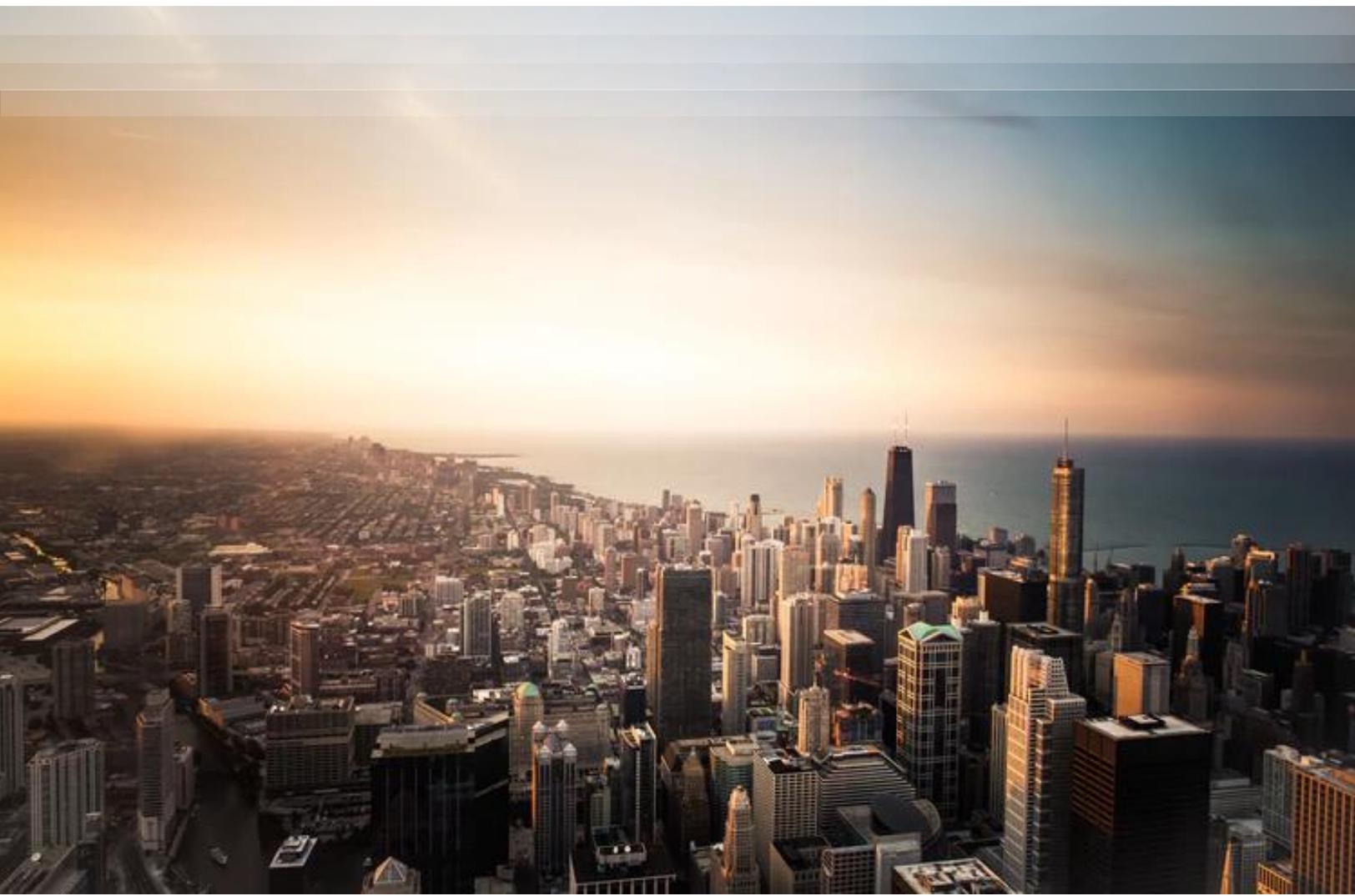
En cuanto hace referencia a nuestra intervención dentro de esta actividad podemos destacar que Acciones & Valores se consolida como uno de los líderes en el mercado de remesas al presentar una participación del 15% respecto del volumen recibido y antes comentado y del 18% respecto del total de las operaciones realizadas por todos los IMC (intermediarios del mercado cambiario) en el mismo mercado. Durante el año 2018 A&V realizo 3.296.360 operaciones de recibo de remesas presentando un crecimiento del 36.6% respecto de las operaciones realizadas en el año 2017 año el cual se presentó un crecimiento del 30.4%. El anterior volumen de operaciones representó un valor de USD 809.402. 416. Así mismo, durante el mismo periodo A&V realizo

262.228 operaciones de envíos de dinero al exterior con un crecimiento del 24% respecto al volumen del año 2017 lo que represento un total de USD 93.841.936 enviados al exterior. La consolidación de estas dos actividades represento para A&V ingresos por USD 13.010.389 valor que equivale a un incremento del 26% respecto de los ingresos obtenidos en el año 2017.

Toda esta actividad estuvo desarrollada dentro de nuestra red de 331 oficinas propias que adicionadas con las 181 oficinas de Bancamía con quien tenemos un acuerdo de uso de red, nuestros clientes y usuarios pudieron acceder a 512 oficinas a nivel nacional durante el año 2018 a realizar sus operaciones.

03

# NEGOCIO CONJUNTO Y MERCADO BURSÁTIL



# NEGOCIO CONJUNTO



En cuanto hace referencia a los ingresos de negocio conjunto, éstos mostraron un nivel de \$ 48.344 millones con un crecimiento del 24% respecto del año 2017 el cual ascendió a \$ 39.023 millones.

Esta actividad se originó en las agencias a nivel nacional, en los cuales nuestros clientes y usuarios de Acciones & Valores durante el año 2018 realizaron sus operaciones de recepción de remesas y envío de dinero al exterior, mediante la utilización de nuestra red de 343 oficinas.

La actividad de remesas para su desarrollo y operación demandó un total de \$ 39.444 millones en gastos, los cuales se incrementaron en el 30% respecto del nivel del año anterior. El crecimiento de los ingresos y la gestión de control de gastos, originaron para el periodo 2018 un resultado de \$ 8.900 millones superior al obtenido en el año 2017 de 8.726 millones, con un incremento del 2%.

# MERCADO BURSÁTIL



Los ingresos de la operación bursátil para el año 2018 muestran un nivel neto de \$ 27.704 millones lo cual representa una variación positiva del 14%, teniendo como ingreso de \$ 24.397 millones en el año 2017. A este respecto, resulta importante destacar que el ingreso por negociación de divisas sigue siendo el rubro con mayor participación en la composición de los

ingresos de la operación bursátil el cual presenta un valor de \$14.898 millones en el año 2018 y un valor de \$ \$ 10.768 millones en el año 2017; éste aumento es consecuencia de la volatilidad del precio del dólar, siendo este producto una de las estrategias de enfoque y de diversificación de ingresos.

Los ingresos por cuenta propia presentaron una variación de -38% al pasar de \$ 8.548 millones para el año 2017 a \$ 5.315 Millones en el 2018. Es importante tener en cuenta que la negociación de títulos en el exterior continúa siendo un aporte importante a los ingresos, al acumular en el 2018 un valor de \$ 1.140 Millones.

Los gastos presentaron un comportamiento estable pasando en el año 2017 de \$ 24.015 millones a \$ 26.134 Millones para el año 2018, resultado de una optimización del gasto, directamente relacionados con el comportamiento de ingresos, originando un resultado en la operación bursátil de \$ 1.569 millones,

superior en un 311% con respecto al año 2017.

Una vez incorporada la operación de remesas, objeto del contrato de colaboración negocio conjunto con la operación bursátil de Acciones & Valores, los ingresos netos se incrementaron mostrando una variación de un 19% al pasar de \$ 63.750 Millones en el año 2017 a \$ 75.676 Millones en el año 2018

Los gastos totales de ACCIONES Y VALORES S.A, integrados pasaron de \$ 59.220 Millones en el 2017 a \$68.881 Millones para el año 2018, obteniendo un resultado de después de impuestos de \$3.949 Millones para el año 2018 con un incremento del 14% con respecto al año anterior que fue de \$3.423.562.

04

# INFORMACIÓN ADICIONAL



# LEY 603 DE 2000



Con el fin de dar cumplimiento a Ley 603 de 2000, la administración ha implementado procedimientos que conlleven a dar cumplimiento a la norma sobre propiedad intelectual y derechos de autor del software instalado en las oficinas de Acciones & Valores S.A.

Adicionalmente, se confirma a la Asamblea General de Accionistas que todos y cada uno del software utilizados por la sociedad, han sido verificados

como lo establece el artículo 1 de la ley 603, sobre las normas de intelectualidad y derechos de autor, habiéndose constatado la existencia y originalidad de las respectivas licencias suministradas por los fabricantes.

De acuerdo a lo consagrado en los artículos 11 y 12 del decreto 1406 de 1999, Acciones & Valores S.A., cumple con la adecuada liquidación y los pagos de los aportes de la seguridad social.

# LEY 1676 DE 2013



Se deja constancia que los administradores de la sociedad no se entorpeció la libre circulación de las

facturas emitidas por los vendedores o proveedores.

# ART. 446, CÓDIGO DE COMERCIO



De acuerdo con el numeral 3 del artículo 446 del código de comercio.

Adjunto al presente informe los anexos a los estados financieros a 31 de diciembre

de 2018, en relación a las operaciones celebradas entre Acciones & Valores S.A, sus administradores y accionistas.

De acuerdo con el numeral 3 del artículo 446 del código de comercio.

## PAGO A DIRECTIVOS



Litera a) Acciones y Valores S.A, durante el año 2018 efectuó lo siguientes pagos a Directivos,

### Detalle Pago a Directivos

| <b>MIEMBROS DE JUNTA DIRECTIVA</b> |                       |
|------------------------------------|-----------------------|
| GUSTAVO PERRY TORRES               | 31,075,868.00         |
| MAURICIO VELEZ VASQUEZ             | 21,526,736.00         |
| JAIME HERNANDEZ CASTILLO           | 34,026,736.00         |
| EDUARDO JARAMILLO                  | 27,776,736.00         |
| JORGE GIRON LEURO                  | 37,151,736.00         |
| JORGE ENRIQUE VELEZ                | 34,026,736.00         |
| GUSTAVO SERPA PRECIADO             | 30,901,736.00         |
|                                    | <b>216,486,284.00</b> |
| <b>ADMINISTRACION</b>              |                       |
| RAFAEL APARICIO ESCALLON           | 548,573,144           |
| JOSE MANUEL MONTAÑO                | 436,727,536           |
| JUAN CARLOS APARICIO ESCALLON      | 312,022,667           |
| MAURICIO CAMELO BARRETO            | 166,920,000           |
| LUIS FELIPE APARICIO GOMEZ         | 351,600,000           |
| <b>TOTAL</b>                       | <b>1,815,843,347</b>  |

Literal b) Sociedad no realizó ninguna erogación por salarios, honorarios, viáticos, gastos de representación en dinero y en especie, transporte y cualquier remuneración a favor de asesores o gestores, vinculados o no a la sociedad

mediante contrato de trabajo, cuando la principal función que realiza consistía en tramitar asuntos ante entidades públicas privadas, o aconsejar o preparar estudios para adelantar tramites.

# RESPONSABILIDAD SOCIAL



Literal c

Acciones y Valores S.A. con el objetivo de contribuir a la gestión social, para el año 2018 hizo las siguientes donaciones:



| ENTIDAD  | VALOR             |
|--|-------------------|
| ANTINARCOTICOS COLOMBIA                            | 500,000           |
| BANCO DE ALIMENTOS                                 | 5,000,000         |
| FUNDACION GUN CLUB DE BOGOTA                       | 8,000,000         |
| FUNDACION LA MANUELITA                             | 880,000           |
| FUNDACION HOGARES JUVENILES CAMPESINOS DE COLOMBIA | 3,000,000         |
| FUNDACION CARDIO INFANTIL                          | 25,200,000        |
| <b>TOTAL</b>                                       | <b>42,580,000</b> |

# EFFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFFECTIVO EN MONEDA EXTRANJERA



Literal e) Los dineros u otros bienes que la sociedad posee en el exterior y las obligaciones en moneda extranjera, se incluyeron los saldos a 31 de diciembre de 2018.



| EFFECTIVO Y EQUIVALENTES AL EFFECTIVO            | 31 DE DIC         | 31 DE DIC         | VARIACION         |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|
| Valores Expresados en Miles de Pesos Colombianos | 2018              | 2017              | ABSOLUTA          |
| EFFECTIVO EN MONEDA EXTRANJERA                   | 492,279           | 568,880           | -76,601           |
| <b>BANCOS EN MONEDA EXTRANJERA</b>               |                   |                   |                   |
| CITIBANK U\$ CTA 36903914                        | 8,504,693         | 4,188,664         | 4,316,030         |
| BULLTICK   | 37,698            | 37,864            | -166              |
| FCSTONE  | 2,291             | 2,291             | 0                 |
| <b>TOTAL EFFECTIVO EN MONEDA EXTRANJERA</b>      | <b>9,036,961</b>  | <b>4,797,699</b>  | <b>4,239,263</b>  |
| TRM A 31 DE DICIEMBRE                            | 3,249.75          | 2,984.00          | 9%                |
| <b>TOTAL EFFECTIVO EN MONEDA EXTRANJERA</b>      | <b>29,367,865</b> | <b>14,316,333</b> | <b>15,051,532</b> |

Estas transacciones juegan un papel muy importante en la operatividad como intermediario cambiario para el año 2018, el rubro de moneda extranjera presenta una variación en USD 76.601, representado en el efectivo depositado en las cajas de las agencias cuyo destino es la compra y ventas de divisas; en la cuenta Bancaria constituida en CITIBANK, a 31 diciembre hay un saldo de USD 8'504.693, el cual presenta un variación de USD 4'316.030, con referencia al saldo del año 2017 originado por el ingreso de divisas de la en la

Operación de Mercado Masivo el 31 de Diciembre.

La Sociedad obtuvo una prima por parte de Western Unión Financial Services Inc. en el 2014 por concepto de la extensión del contrato de representación por un periodo de ocho (8) años de Siete millones de dólares (USD7'000.000), de los cuales se amortizó una octava parte (875.004) en cada año del 2014 al 2018 y este mismo monto hasta el año 2021. El saldo por amortizar al 31 diciembre de 2018 es de USD 2'624.980, registrado como una cuenta por pagar.

## INVERSIONES A VARIACIÓN PATRIMONIAL CON CAMBIOS EN EL ORI (OTROS RESULTADOS INTEGRALES) INSTRUMENTOS DE PATRIMONIO



Literal f



| INVERSIONES A VARIACIÓN PATRIMONIAL CON CAMBIOS EN EL ORI - INSTRUMENTOS DE PATRIMONIO |                   |                  |                   |                  |
|--|-------------------|------------------|-------------------|------------------|
| Valores Expresados en Miles de Pesos Colombianos                                       |                   |                  |                   |                  |
| DISPONIBLES PARA LA VENTA  | 31 DE DIC 2018    |                  | 31 DE DIC 2017    |                  |
| Inversiones Obligatorias Permanentes en Títulos Participativos                         | Cantidad Acciones | Valor            | Cantidad Acciones | Valor            |
| Acciones Bolsa de Valores de Colombia  | 182,000           | 1,486,346        | 91,000,000        | 564,436          |
| Otras Inversiones Disponibles para la Venta  | Cantidad Acciones | Valor            | Cantidad Acciones | Valor            |
| Cámara de Compensación de Divisas  | 84,119,278        | 233,852          | 84,119,278        | 215,303          |
| Cámara de Riesgo Central de Contraparte  | 928,508,722       | 1,148,423        | 928,508,722       | 1,041,203        |
| <b>SUBTOTAL</b>  |                   | <b>1,382,275</b> |                   | <b>1,256,506</b> |
| <b>TOTAL GENERAL CTA 1323</b>  |                   | <b>2,868,620</b> |                   | <b>1,820,942</b> |

De acuerdo con la finalidad I numeral 3.3.1. del Capítulo I – 1 de la Circular Básica Contable y Financiera emitido por la Superintendencia Financiera en Diciembre de 2014 a través de la Circular Externa 034, las inversiones obligatorias en valores participativos que deben mantener las sociedades comisionistas de bolsa de valores y las de bolsa de bienes y productos agropecuarios y agroindustriales o de otros commodities como miembros de las respectivas bolsas, deberán clasificarse como disponibles para la venta, medirse por su variación patrimonial, no podrán ser objeto de negociación en ningún momento dada su vocación de permanencia, y no podrán ser reclasificadas, clasificadas es este rubro las Acciones de la Bolsa de Valores de Colombia.

El 5 de diciembre de 2017 la Superintendencia Financiera de Colombia autoriza mediante Oficio No. 2017096459-027 a la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), para adquirir hasta 371.274 acciones del Depósito Centralizado de Valores Colombia, Deceval S.A., con lo cual queda habilitada para constituirse en beneficiario real hasta del 100% del capital accionario del Depósito. Producto de ésta operación el valor intrínseco de las Acciones de la BVC pasa de \$6,20 en Noviembre de 2017 a

\$16.08 a Diciembre de 2017, lo que genera una valorización de la inversión obligatoria de \$899'080.000, registrado en el Año 2018 con la expedición de la certificación del Valor Patrimonial de Diciembre de 2017.

La Asamblea General de Accionistas de la Bolsa de Valores de Colombia S.A., en sesión ordinaria del 22 de marzo de 2018, aprobó la reforma estatutaria del artículo 7°, mediante la cual modificó el valor nominal de las acciones de un peso (COP. \$1) a quinientos pesos (COP. \$500), por lo cual ACCIONES Y VALORES S.A. realiza el cambio al 30 de abril de 2018 donde la cantidad de Acciones poseídas pasa de 91'000.000 a 182.000.

En este segmento se encuentran clasificadas otras inversiones, Cámara de Compensación de Divisas CCD y Cámara de Riesgo Central de Contraparte CRCC, que no son de carácter obligatorio, y podrán ser objeto de negociación. Estas inversiones tienen el propósito de no enajenarse durante el período próximo de 6 meses.

Las CCD cerraron en un valor intrínseco \$2.78 incrementando en \$0,22 y las de la CRCC cerraron a \$1,24 con un incremento de \$0,12.

La presentación en el estado de situación financiera de estas inversiones está

basada en la metodología de valoración patrimonial, el cual se aumenta o disminuye el costo de adquisición en el porcentaje de participación que corresponda al inversionista sobre las variaciones subsecuentes del patrimonio de la respectiva entidad emisora, afectando cambios en el patrimonio, ganancias o pérdidas no realizadas (ORI).

A la fecha de la presentación de este informe no tenemos conocimiento de que haya ocurrido suceso o acontecimiento que afecte sustancialmente los estados

financieros o las divulgaciones en las revelaciones a los mismos por el año terminado en 31 de diciembre de 2018 o que, aún cuando no haya afectado tales estados financieros o notas, haya originado, o es posible que origine, algún cambio de importancia, adverso o de otra naturaleza, en la posición financiera, en los flujos de efectivo o en los resultados de operaciones de la Sociedad. No tenemos ningún proyecto que pueda afectar significativamente el valor en los libros o la clasificación de los activos y pasivos.

05

# GESTIÓN DE RIESGOS



# GESTIÓN DE RIESGOS

Las políticas de administración de riesgo de Acciones & Valores son establecidas con el objeto de identificar y analizar los riesgos a los que se enfrenta, fijar límites y controles de riesgo adecuados, y adicionalmente monitorear los riesgos y el cumplimiento de los límites. Se revisan regularmente las políticas y los sistemas de administración de riesgo a fin de que reflejen los cambios en las condiciones d mercado y en las actividades de la Compañía. A través de instrucciones y procedimientos de administración, se pretende desarrollar un ambiente de control disciplinado y constructivo en el que todos los empleados entiendan sus roles y obligaciones.

La Gerencia de Riesgos revisa si el marco de administración de riesgo es apropiado respecto de los riesgos enfrentados por la Compañía. Adicionalmente, la Auditoría Interna realiza revisiones regulares de los controles y procedimientos de administración de riesgo, cuyos resultados son reportados a la Gerencia General y al Comité de Auditoría de la Compañía.

Giovanni Pinilla Jara  
Gerente de Riesgos

# GESTIÓN DE RIESGO DE MERCADO



En términos de Riesgo de Mercado, definido como la posibilidad de que las entidades incurran en pérdidas asociadas a la disminución del valor de sus portafolios, las caídas del valor de los Fondos de Inversión Colectiva o Portafolios Administrados, por efecto de cambios en el precio de los instrumentos financieros, en los cuales se mantienen posiciones dentro o fuera del balance. Acciones & Valores posee un Sistema de Administración de Riesgo de Mercado (SARM), cuyo objetivo es identificar, medir, monitorear y controlar eficazmente este riesgo, por medio de un conjunto de

políticas, procedimientos, metodologías de medición y mecanismos de seguimiento y control interno.

La Gestión de Riesgo de Mercado de los Recursos Propios y Administrados, además de todas aquellas operaciones en las cuales Acciones & Valores S.A. participe, hacen parte del sistema integral del SARM y se rigen principalmente por el contenido de la del Circular Básica Contable y Financiera, sus Anexos y todos los controles adicionales que los órganos de administración y control consideren pertinentes.

## ■ COYUNTURA ECONOMICA ENFRENTADA A FACTORES DE RIESGO DE MERCADO

Al final del 2018, los mercados accionarios sortearon precios bajos y una actividad económica fría; la falta de progreso en el comercio con China sumado a las tensiones comerciales aún inconclusas, con el cambio de discurso de la FED, que ha señalado que será paciente en el futuro de cara a una desaceleración lo global, y la incertidumbre política a tope llevó y está

llevando un tono de cautela a los mercados. En otras palabras, muy poco ha cambiado; esto se refleja en el hecho de que el rendimiento del Tesoro de EE. UU. a 10 años no ha aumentado a pesar del repunte en el mercado bursátil. Más aún, la curva de rendimientos se mantiene estable donde el UST a 2 y 10 años se transa hoy en día a niveles de cierre de 2018 en 2.48% y 2.68% respectivamente.

Lo que sugiere que el escepticismo y la incertidumbre podrían mantener a los inversores al margen por un poco más de tiempo mientras esperamos se puedan dar escenarios que potencialicen la deuda pública de emergentes sin que las tensiones se disipen.

Existen razones para que el escepticismo y la incertidumbre se disipen, las cuales creemos se darán, pero no en el corto plazo. Puntualmente organismos

multilaterales se han unido en la misma dirección de recortar las perspectivas económicas basados en los mismos fundamentales, que se heredaron de años anteriores: Brexit, Guerra Comercial y Promesas electorales. Lo que, sumado, por un lado, a datos económicos de EE. UU que apuntan esta economía se encuentra ahora en la parte final del ciclo económico, y por otro lado, el “Flip”.

## ■ CONTROLES EN LÍNEA

En el transcurso del año 2018, el área de riesgos ha perfeccionado los controles y seguimientos en línea que se ejecutan sobre los mercados de Renta Fija, Renta Variable, Divisas y Derivados, en las operaciones propias y de terceros. El fortalecimiento de las herramientas tecnológicas y de información proporcionados por la Bolsa de Valores de Colombia a través de su sistema de conectividad SAE, los sistemas SET-FX, X-Stream y Master Trader ha permitido que el área mitigue de manera oportuna los riesgos asociados a movimientos esperados en los activos financieros, eventos de alta volatilidad y de gaps de

precios presentados por diversas externalidades del mercado. Así mismo, se tienen establecidos límites para la ejecución de todo tipo de operaciones las cuales están sincronizados con los factores de mercado que se presentan a diario y con la planeación estratégica de la compañía.

En 2018, se fortalecieron todos los controles de riesgo de mercado, los cuales cumplieron a cabalidad con los estándares establecidos por la normatividad vigente y fueron bien calificados por la Auditoría Interna y la Revisoría Fiscal.

No se presentaron excesos de límites establecidos en riesgo de mercados, pero si alertas que se tienen determinadas cuando los indicadores se estén acercando a los límites, por lo cual el área de riesgos informa al operador respectivo sobre la alerta generada para que este tome las acciones necesarias y no alcance los excesos de límites.

Se presentaron cambios en el modelo de VaR para los Fondos de Inversión Colectiva (FIC's), el cual tendrá como indicador principal el seguimiento que se realice al benchmark del FIC. Así las cosas, las alertas se darán a medida que la gestión del fondo en términos de rentabilidades esté inferior al benchmark, de modo tal que los administradores

puedan realizar los ajustes respectivos en los activos que están generando un mayor efecto negativo sobre la rentabilidad del fondo.

Por otro lado, se actualizaron los modelos de VaR interno de comisionista, con el fin de implementar los mejores estándares en riesgo de mercado. En este se implementaron escenarios adicionales de Stress Testing, los cuales incluyen movimientos inesperados en variables macroeconómicas que puedan afectar los activos financieros que estén en la posición propia y en recurso propio.

## ■ MONITOREO

El área de riesgos calibro el modelo interno de riesgo de mercado, la volatilidad de distintos factores de riesgo a los cuales la compañía se encuentra expuesta; Para ello, el área de riesgo se encargó de replicar el comportamiento de los activos disponibles para inversión en un número más reducido de índices entre los cuales están: índices de deuda pública colombiana, índices de deuda privada, acciones representativas, acciones internacionales, precios de commodities,

entre otros. Así las cosas, se calculan volatilidades con la metodología GARCH, que incluyen volatilidades dinámicas y asimetrías dependiendo de la tendencia del mercado; Estos índices son usados como insumos en los modelos internos de riesgo de mercado. Adicionalmente las pruebas de stress testing y backtesting son realizadas periódicamente, con el fin que su medición sea lo más acercada a las condiciones coyunturales del mercado.

# GESTIÓN DE RIESGO DE CONTRAPARTE

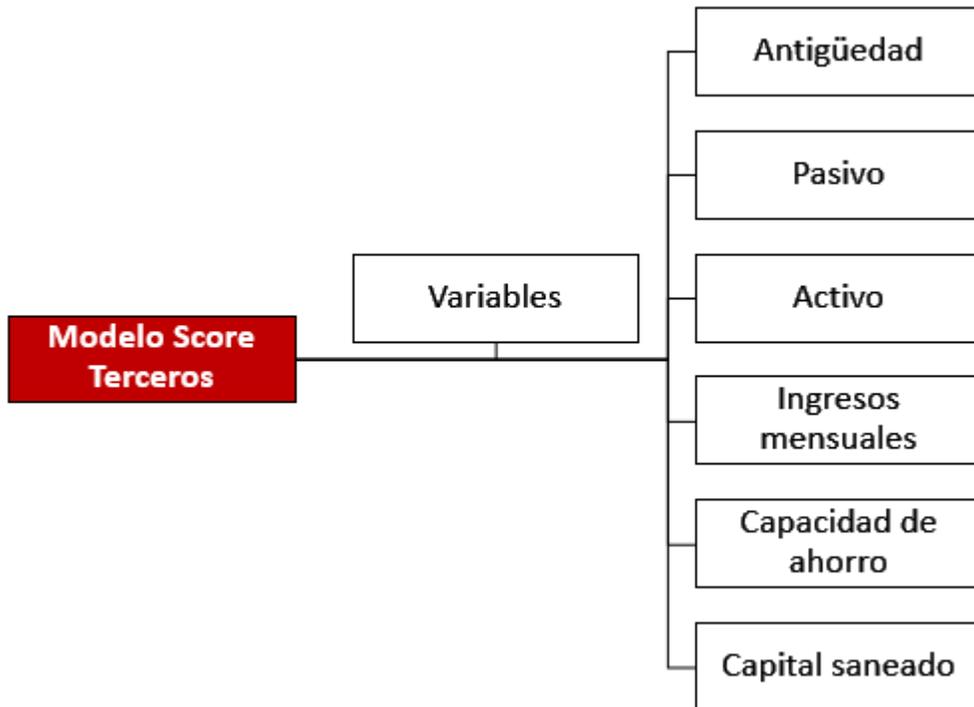


Para la medición de los riesgos de crédito y contraparte, se realizarán análisis constantes de orden cuantitativo y cualitativo de las entidades con las cuales Acciones & Valores S.A. efectúa operaciones.

El Área de Riesgo posee un modelo interno de asignación de cupos para las entidades emisoras (cupos de crédito o de emisor) y aquellas con las que se realicen operaciones (cupos de contraparte). La actualización de estos resultados y la validación del modelo se efectúan cada trimestre. La metodología se basa en el modelo CAMEL que incluye los siguientes factores cuantitativos: capital (C), calidad del activo (A), administración (M),

ganancias (E), y liquidez (L), estos se encuentran calculados a partir de la información de los Balances y Estados Financieros publicadas de manera mensual en el portal en línea de la Superintendencia Financiera. Los indicadores evaluados en conjunto logran reflejar la situación al interior de una Entidad, para analizar la viabilidad de los otorgamientos de cupos de inversión.

Por otro lado, se determina el cupo de operación de los clientes por medio de un modelo score, el cual toma variables cuantitativas y cualitativas para determinar el monto máximo en el que puede realizar operaciones en la compañía.



Por otro lado, se actualizó se realizó una actualización del modelo CAMEL, relacionado con las ponderaciones que tienen cada uno de los factores financieros sobre las entidades financieras, de forma tal que dichos

indicadores tendrán en cuenta el comparativo entre el mejor y el peor indicador. Adicionalmente, se presentaron cambios en la ponderación cuantitativa y cualitativa que pesa sobre el modelo.

| BANCOS                      | Capital (18%)                         | Assets (18%)             | Management (8%)                     | Earnings (18%)          | Liquidity (18%)              |
|-----------------------------|---------------------------------------|--------------------------|-------------------------------------|-------------------------|------------------------------|
|                             | ROE (8%)                              | ROA (4%)                 | EBITDA/Ingresos (4%)                | Margen Operacional (6%) | Activos liq/Activos tot (9%) |
| Relación de solvencia (10%) | Concentración Cartera (4%)            | Margen Financiero (6%)   |                                     |                         |                              |
|                             |                                       | Cubrimiento Cartera (4%) | Gasto Capacitación/Gasto total (4%) | Calidad Ingresos (6%)   | Razón Corriente (9%)         |
|                             | Indicador de Calidad Tradicional (5%) |                          |                                     |                         |                              |

| SCB y Fiduciarias            | Capital (18%)               | Assets (18%)                        | Management (8%)                | Earnings (18%)          | Liquidity (18%)              |
|------------------------------|-----------------------------|-------------------------------------|--------------------------------|-------------------------|------------------------------|
|                              | ROE (5%)                    | ROA (9%)                            | EBITDA/Ingresos (4%)           | Margen Operacional (5%) | Activos liq/Activos tot (6%) |
| Relación de solvencia (8%)   | Deuda/EBITDA (8%)           |                                     |                                | Razón Corriente (6%)    |                              |
| Grado de apalancamiento (5%) | Nivel de endeudamiento (9%) | Gasto Capacitación/Gasto total (4%) | Ponderación de Comisiones (5%) | Endeudamiento C.P (6%)  |                              |

| AFP, Compañías de seguros y SC | Capital (18%)               | Assets (18%)                        | Management (8%)      | Earnings (18%)          | Liquidity (18%)              |
|--------------------------------|-----------------------------|-------------------------------------|----------------------|-------------------------|------------------------------|
|                                | ROE (5%)                    | ROA (9%)                            | EBITDA/Ingresos (4%) | Margen Operacional (9%) | Activos liq/Activos tot (6%) |
| Relación de solvencia (8%)     | Deuda/EBITDA (9%)           |                                     |                      | Razón Corriente (6%)    |                              |
| Grado de apalancamiento (5%)   | Nivel de endeudamiento (9%) | Gasto Capacitación/Gasto total (4%) |                      | Endeudamiento C.P (6%)  |                              |

| CFC                          | Capital (18%)               | Assets (18%)                        | Management (8%)        | Earnings (18%)          | Liquidity (18%)              |
|------------------------------|-----------------------------|-------------------------------------|------------------------|-------------------------|------------------------------|
|                              | ROE (5%)                    | ROA (9%)                            | EBITDA/Ingresos (4%)   | Margen Operacional (6%) | Activos liq/Activos tot (6%) |
| Relación de solvencia (8%)   | Deuda/EBITDA (6%)           |                                     |                        | Razón Corriente (6%)    |                              |
| Grado de apalancamiento (5%) | Nivel de endeudamiento (9%) | Gasto Capacitación/Gasto total (4%) | Margen Financiero (6%) | Endeudamiento C.P (6%)  |                              |

# GESTIÓN DE RIESGO DE LIQUIDEZ



Acciones y Valores S.A. Comisionista de Bolsa, en el desarrollo de su actividad de administración, posee un Sistema de Administración de Riesgo de Liquidez (SARL) establecido como un conjunto de herramientas dentro de su sistema general de Administración de riesgos asociados.

El SARL contiene el conjunto de políticas aprobadas por la Junta Directiva y el Comité General de Riesgos que constituyen el marco general para su aplicación en las líneas de productos

ofrecidas por la firma Comisionista a sus clientes.

La Administración de Riesgo de Liquidez de los Recursos Propios, Posición Propia, APTs, carteras colectivas y todas aquellas operaciones en las cuales Acciones y Valores S.A. actúe como contraparte, hacen parte del sistema integral del SARL y se rigen principalmente por el contenido de la del Circular Básica Contable y Financiera, sus Anexos y todos los controles adicionales que los órganos de administración y control consideren prudenciales.

## ■ MODELO INTERNO DE LIQUIDEZ

De acuerdo con el Anexo 2 del Capítulo VI de la Circular Básica Contable y Financiera, el Área de Riesgos de Acciones & Valores S.A. calcula de manera diaria el Indicador de Riesgo de Liquidez (IRL) para la operación de la compañía. Este indicador se determina a partir de los Activos Líquidos (AL) a la fecha y el Requerimiento de Liquidez de la posición propia (RLpp), entendido como la diferencia entre las posiciones activas (FOApp) y pasivas (FOPpp) en operaciones repos, simultáneas y transferencia temporal de valores con fecha de cumplimiento en la primera banda temporal (un día), así como las operaciones relacionadas de acuerdo con lo definido en el capítulo XIX de la circular básica contable.

De esta manera, el Área de Riesgos mantiene la consideración en la necesidad de un análisis más profundo, implementado de manera paralela, de las variables que afectan la liquidez de la compañía. Así las cosas, se busca monitorear diariamente el riesgo de liquidez asociado a la operación, y los indicadores sujetos a la misma. Dicho análisis consiste en un seguimiento de los compromisos con fecha de cumplimiento en el corto plazo (Banda 1), en base a los cuales se implementa un sistema de alertas tempranas. Lo anterior, considerando que dichos compromisos representan una mayor ponderación y necesidad de liquidez para la compañía, y, de manera adicional, un seguimiento de los Requerimientos de liquidez a todos los plazos.

## ■ INFORMACIÓN RELEVANTE

A partir de los controles y el monitoreo realizado es posible llevar un registro completo de los principales indicadores de liquidez de la operación. Dicho esto, de manera diaria se consolidan registros correspondientes a:

- Valor del Portafolio de Posición Propia.
- Valor del Portafolio de Recurso Propio.
- Activos Líquidos.
- Total, Simultáneas Pasivas en Banda 1.
- Total, Simultáneas Activas en Banda 1.
- Total, Repos Activos en Banda 1.
- Total, Repos Pasivos en Banda 1.
- Total, Simultáneas Pasivas.
- Total, Simultáneas Activas.
- Total, Repos Pasivos.
- Total, Repos Activos.

## ■ INDICADOR DE RIESGO DE LIQUIDEZ

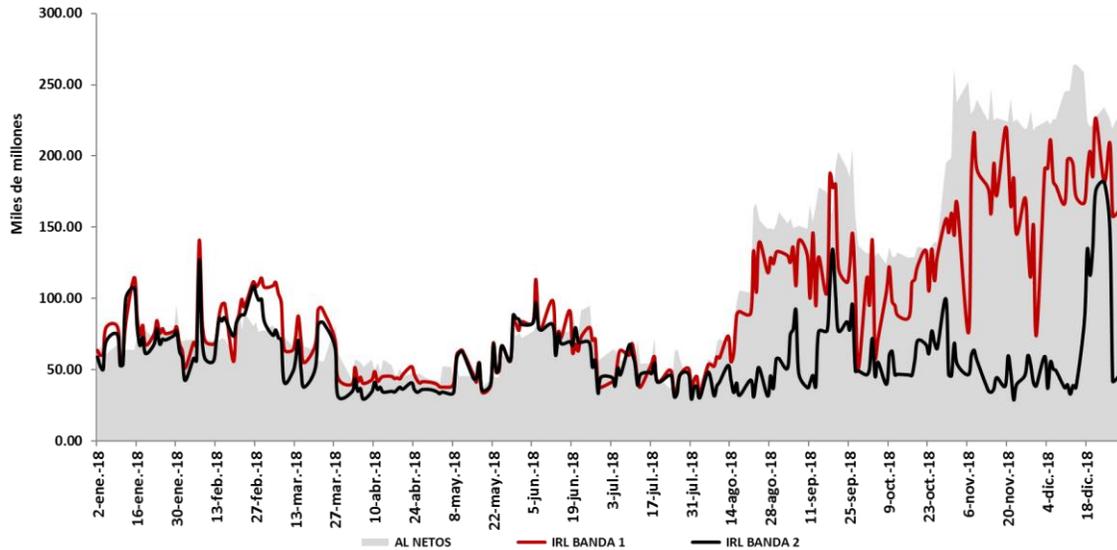
### IRL

Se construyó un índice que mide la exposición al riesgo más cercano (Banda 1). Este indicador se construye a partir de la suma entre el valor del portafolio de posición propia, los activos líquidos los compromisos activos en la Banda 1 menos los compromisos pasivos en la Banda 1. Cuando este indicador se encuentra en niveles por debajo del percentil 95, se presenta un escenario de riesgo de liquidez. A partir de las señales de alerta determinadas, es posible consolidar un plan de acción para mitigar el impacto de dichas situaciones.

A continuación, se presentan los Activos Líquidos, y el Indicador de Riesgo de Liquidez (Monto), expresado en las dos principales bandas a lo largo del año 2018. Como se puede ver, a pesar de la alta volatilidad en los mercados y en la operación de la compañía, no se presentaron escenarios de alto riesgo plasmado en una disminución considerable de los niveles de liquidez de la compañía para responder por las obligaciones adquiridas.

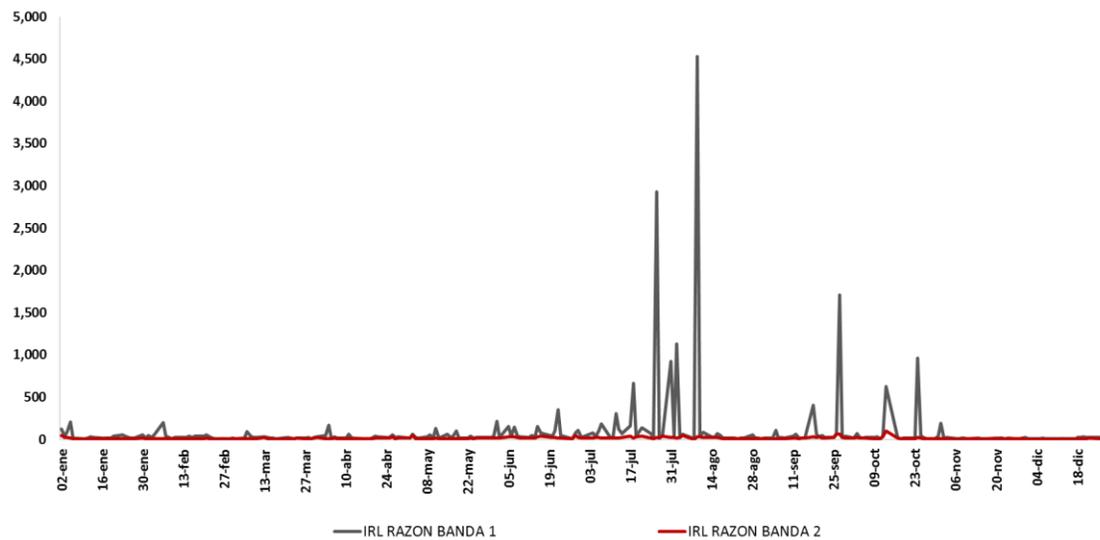
## GRÁFICA 40

### Indicador de Riesgo de Liquidez por Banda 1 y 2 de Tiempo



## GRÁFICA 41

### Indicador de Riesgo de Liquidez Calculado en Términos de Razón



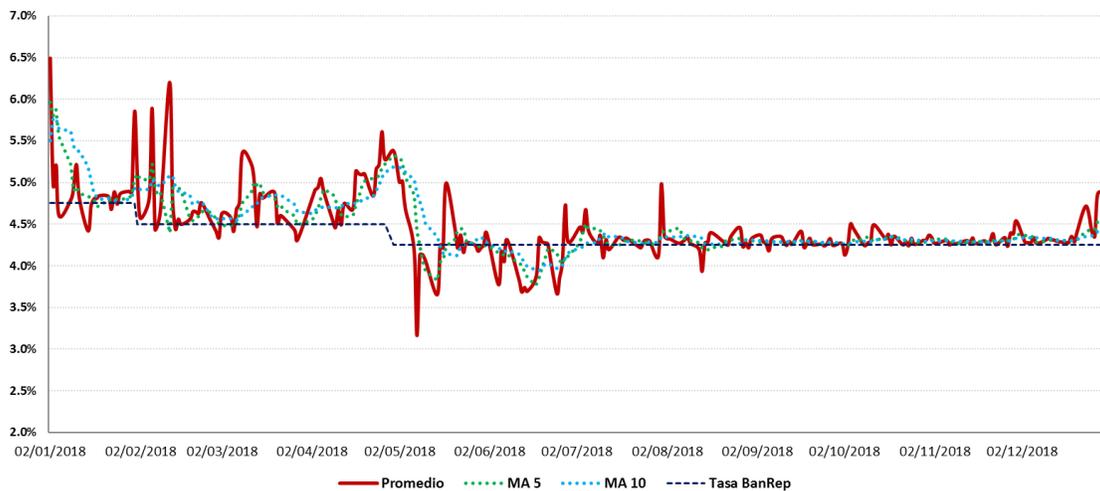
## CONCENTRACIÓN EN LAS BANDAS

De manera paralela, se realizó un seguimiento a la concentración de las operaciones a plazo a lo largo de las bandas (de plazos). El área de riesgos evalúa que no se tengan operaciones con vencimientos superiores a 8 días en las bandas correspondientes, como también que no se presente una alta concentración en una sola banda.

## COSTOS DE FONDEO

El área de riesgos evalúa los costos de fondeo a los que están expuestos los corredores de Acciones & Valores. Estos costos de fondeo se encuentran relacionados con la tasa de referencia del Banco de la Republica, la cual se situó en 4.25% al finalizar el año. De esta manera, los costos de fondeo oscilaron entre niveles de 3.16% y 6.49% con un promedio de 4.47% para el caso de operaciones en renta fija, y entre 5.05% - 9.06% con un promedio de 5.82% para renta variable

**GRÁFICA 42**  
Evolución Costos de Fondeo



## ■ MODELO DE LIQUIDEZ FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA

En materia de Fondos de Inversión, el área de riesgos realiza un monitoreo diario de la capacidad de cada uno de estos para responder por sus compromisos, además de los movimientos de adiciones, y retiros por parte de los clientes. De esta manera, y en comunión con los controles normativos (Superfinanciera), se tiene un modelo de Stress y Backtesting, con el que se busca pronosticar los posibles movimientos de los recursos de los fondos al largo de un periodo de tiempo, además de la consolidación de distintos escenarios bajo los cuales se pone a prueba la liquidez de los FICS.

De esta manera, y a manera de gestión en el año se realizó la prueba de kupiec para la validación del modelo para cada uno de los FICS. Como se puede observar, el modelo implementado para los FICS se adecua de manera efectiva a las externalidades a las cuales están sujetos los recursos de los Fondos. De igual manera, se puede ver que los errores del modelo al pronosticar los movimientos de mercado no son significativos estadísticamente.

### FIC – ACCIVAL VISTA

| KUPIEC ACCIVAL 2018<br>RESUMEN DE BACKTESTING |               |
|---|---------------|
| Nivel de Confianza                            | 5%            |
| Observaciones Totales                         | 365           |
| Errores de Modelo                             | 16            |
| Efectividad Modelo                            | 95.62%        |
| <b>LR</b>                                     | <b>0.3</b>    |
| <b>P-VALUE</b>                                | <b>58.13%</b> |
|   | <b>OK</b>     |

## FIC – ACCIVAL BALANCEADO

| KUPIEC ACCIVAL 2018    |               |
|------------------------|---------------|
| RESUMEN DE BACKTESTING |               |
| Nivel de Confianza     | 2%            |
| Observaciones Totales  | 365           |
| Errores de Modelo      | 5             |
| Efectividad Modelo     | 98.63%        |
| <b>LR</b>              | <b>0.83</b>   |
| <b>P-VALUE</b>         | <b>36.22%</b> |
|                        | <b>OK</b>     |

## FIC – ACCIVAL NACIÓN

| KUPIEC ACCIVAL 2018    |              |
|------------------------|--------------|
| RESUMEN DE BACKTESTING |              |
| Nivel de Confianza     | 2%           |
| Observaciones Totales  | 365          |
| Errores de Modelo      | 14           |
| Efectividad Modelo     | 96.16%       |
| <b>LR</b>              | <b>0.83</b>  |
| <b>P-VALUE</b>         | <b>2.60%</b> |
|                        | <b>OK</b>    |

## ■ MODELO DE LIQUIDEZ FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA

El área de riesgos monitorea el margen de solvencia establecido por la superintendencia financiera para las comisionistas de bolsa (9%), teniendo en cuenta escenarios de stress para poder tener margen de maniobra.

Así las cosas, durante el 2018, la Relación de Solvencia de la compañía, se ubicó en promedio en 60.27%, superior al mínimo normativo del 9%, y a la señal de alerta de 10%. De igual manera, el indicador oscilo

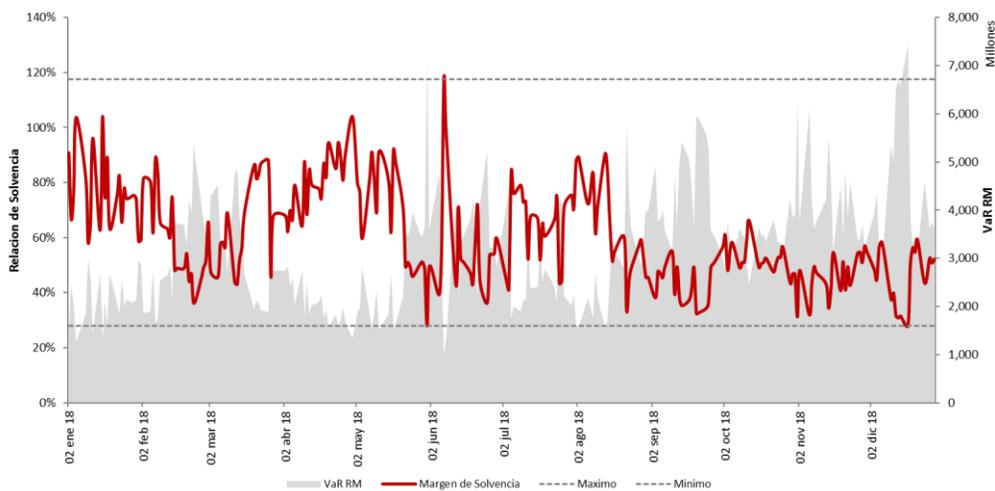
entre los niveles de 28.01% y 117.59% a lo largo del año que termina.

Para el 2019, la metodología de cálculo para la relación de solvencia cambia,

teniendo en cuenta lo establecido en el decreto 415 de 2018. En este caso, se incluye un factor de Valor en Riesgo Operativo el cual genera un impacto en el indicador de aproximadamente 10%.

## GRÁFICA 43

### Evolución Indicador Relación de Solvencia y sus Componentes



## ■ SEGUIMIENTO DE OPERACIONES Y PORTAFOLIOS CLIENTES Y COMISIONISTA

Teniendo en cuenta las oportunidades de mejora del monitoreo efectuado por el área de riesgos, se realizaron nuevos informes para realizar un efectivo seguimiento de las operaciones realizadas por parte de clientes y por parte de la Posición Propia.

Por otro lado, teniendo en cuenta el decreto 766 de mayo de 2016 y las disposiciones del Autorregulador del Mercado de Valores, el área de riesgos calcula trimestralmente los cupos para terceros y la Junta Directiva aprueba aquellos que exceden el 30% del patrimonio técnico.

# GESTIÓN DEL RIESGO OPERATIVO



El Riesgo Operativo busca minimizar la posibilidad de incurrir en pérdidas por deficiencias, fallas o inadecuaciones, en el recurso humano, los procesos, la tecnología, la infraestructura o por la ocurrencia de acontecimientos externos. Se incluye a su vez el riesgo legal y reputacional, asociados a tales factores.

Acciones & Valores dando cumplimiento a los requerimientos establecidos por la Superintendencia Financiera en el

capítulo XXIII de la Circular Externa 100 de 1995, implementó un Sistema de Administración de Riesgo Operativo (SARO) que comprende las políticas, procedimientos, documentación, estructura organizacional, registro de eventos, órganos de control, plataforma tecnológica, divulgación de información y capacidad, mediante los cuales se identifican, miden, controlan y monitorean los riesgos operativos.

## ■ SISTEMA DE ADMINISTRACIÓN DE RIESGO OPERATIVO

La Gestión de Riesgo Operativo en Acciones & Valores, incorpora la adopción de buenas prácticas y el mejoramiento de

los procesos, a través de un esquema y plan de cultura orientada a la gestión de los riesgos.

### MAPA DE PROCESOS

Acciones & Valores S.A. Identifico los riesgos operativos bajo el enfoque por procesos. Se dividieron los procesos de la organización en: estratégicos, misionales, de apoyo y, supervisión y control alineados en el cumplimiento de los objetivos corporativos de la Compañía y

teniendo en cuenta las Líneas de Negocio.

Para la identificación de riesgos, se contemplaron los siguientes tipos de riesgos:

Riesgo Estratégico: Son las pérdidas ocasionadas por definiciones estratégicas

inadecuadas y fallas en la integración del modelo de operación con el direccionamiento estratégico que conllevan al incumplimiento de los objetivos estratégicos de la organización.

**Riesgo Operativo:** Se entiende por Riesgo Operativo, la posibilidad de incurrir en pérdidas por deficiencias o fallas, en el recurso humano, los procesos, la tecnología, la infraestructura o por la ocurrencia de acontecimientos externos, que pueden afectar el normal funcionamiento de la organización.

**Riesgo Legal:** Se entiende como la posibilidad de pérdida en que incurre la

Para la medición de riesgos operacionales la Coordinación de Riesgo Operativo actualizó la tabla de probabilidad e impacto para así lograr una medición cuantitativa de los riesgos operativos de los procesos que realiza.

Acciones & Valores S.A., tiene establecido un inventario de posibles eventos que pueden afectar negativamente las operaciones ordinarias

Los dueños del proceso y la Coordinación de riesgo operativo son responsables de identificar los posibles eventos que se puedan presentar, o que se hayan

organización al ser sancionado u obligado a pagar indemnizaciones como resultado del incumplimiento de normas o regulaciones y obligaciones contractuales.

**Riesgos Reputacional:** Es la posibilidad de pérdida en que incurriría Acciones y Valores S.A. por desprestigio, mala imagen, publicidad negativa, cierta o no respecto de la compañía y sus prácticas de negocios, que cause pérdida de clientes o usuarios, disminución de ingresos o procesos judiciales en su contra.

de la compañía, que se encuentran incluidos en le herramienta tecnológica de Administración de Riesgo Operativo (RO). Estos eventos pueden evitar, degradar, retrasar o potenciar el logro de los objetivos de la firma.

Una vez se identifican los eventos que se pueden materializar, se establece las posibles causas que pueden hacer que el evento suceda.

presentado, lo deben hacer por intermedio de los líderes de los procesos entendiéndose como los líderes de los

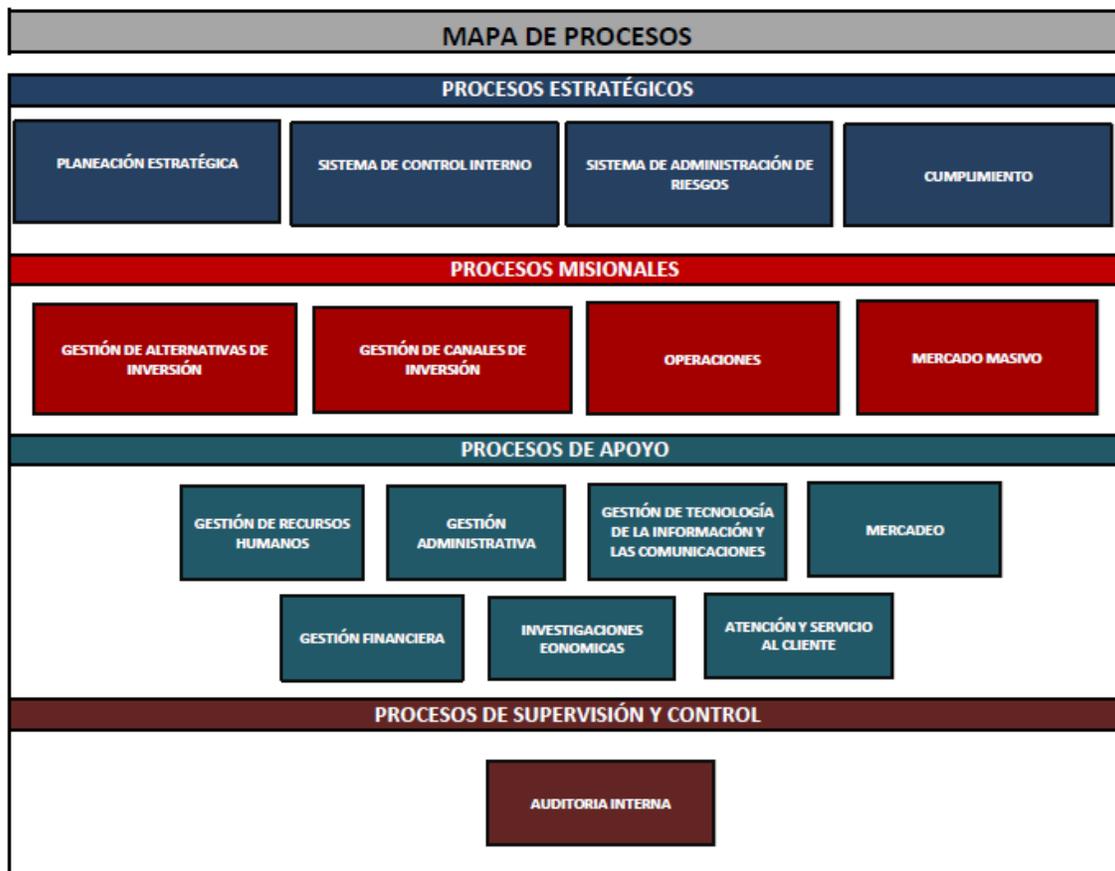
procesos Gerentes, Directivos y coordinadores de área.

## MONITOREO RIESGO OPERATIVO

Se llevó a cabo el seguimiento a los planes de acción definidos para los eventos de riesgo materializados a través del monitoreo de los eventos subsiguientes, donde se evaluó la

reducción de la presencia de eventos, el control de las vulnerabilidades y la obtención de resultados satisfactorios; esto es reportado por el área de riesgo en los informes de Eventos de Riesgo.

se lleva a cabo el monitoreo de estos por



En cuanto a los controles existentes y los diseñados en los planes de tratamiento,

parte de la Unidad de Riesgo Operativo mediante el seguimiento y revisiones periódicas efectuadas, revisando la

efectiva aplicación y gestión que cada proceso hace a las actividades de control de tal manera que no se lleguen a

presentar eventos de riesgo operativo que presenten deficiencias el grado de control de cada proceso.

## ■ ELEMENTOS DE SARO

El Sistema de Administración de Riesgo Operativo de Acciones & Valores cuenta con unos elementos, a partir de los cuales se espera cumplir con los objetivos enfocados a la gestión efectiva del riesgo, entre los que se destacan:

### A. Políticas

Acciones & Valores S.A. determinó los lineamientos generales que debe aplicarse al sistema de Administración de Riesgo operativo para permitir un funcionamiento eficiente, efectivo y oportuno.

Estas políticas están relacionadas en reglas de conducta y procedimiento para orientar la actuación de la firma, estas son:

- Propender por el fortalecimiento de una cultura de administración de los riesgos operativos, para crear conciencia colectiva sobre los beneficios de su aplicación y de los efectos nocivos de su desconocimiento.
- Todas las personas vinculadas tienen el deber de conocer y cumplir las

normas internas y externas relacionadas con la administración de los riesgos operativos, asegurando su comprensión y cumplimiento de estas.

- Los eventos de riesgo que se materialicen deben ser reportados y revelados por las diferentes áreas para su posterior análisis.
- La notificación de los riesgos operativos materializados puede ser enviado por correo electrónico o mediante el formulario por SITAS para realizar oportunamente los ajustes pertinentes en los planes de mejoramiento.
- Desarrollar e implementar planes de contingencia para asegurar la continuidad de los procesos, en los eventos de materialización de riesgos que afecten la obtención de los objetivos corporativos y los intereses de los clientes.
- Cuando la materialización del evento genera pérdidas, la Unidad de Riesgo Operativo debe documentar y reportar al Gerente de Riesgos y a los Jefes de Área involucrados las

conclusiones del reporte. El Área de Riesgo y/o Jefe de Área deben dar la autorización al Área de Contabilidad si esta pérdida afecta el gasto operativo.

#### B. Procedimientos y Documentación

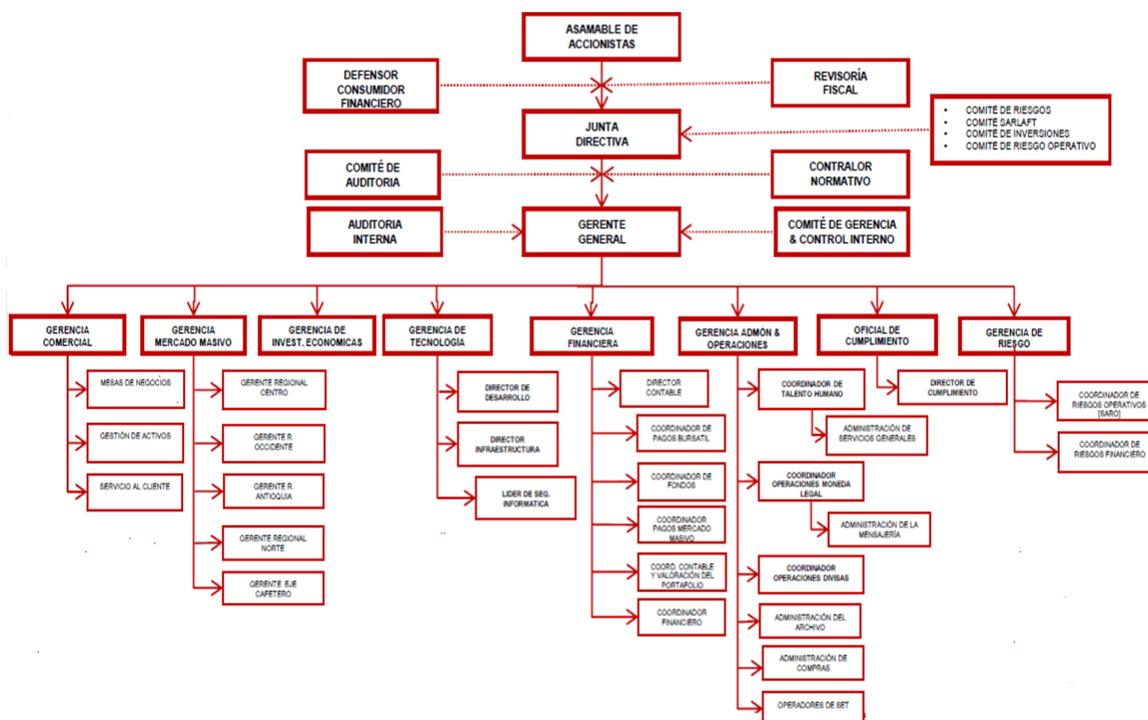
Durante el año 2018 se llevó a cabo la revisión y actualización de la documentación que soporta la gestión de riesgos en la organización, tomando como referencia el mapa de procesos para tener una base documental sólida que permita facilitar la gestión de riesgos realizada por la Unidad de Riesgo Operativo.

De igual manera para el año 2018 se utilizó como en el año 2017 la intranet para el reporte de los eventos de riesgo

operativo materializados mediante la herramienta que está enfocada a la identificación y reporte de los Eventos de Riesgo Operativo que se pueden generar en el desarrollo de los diferentes procesos y que busca generar una mayor trazabilidad a cada uno, de manera que se puedan establecer los planes de acción con cada una de las áreas.

Además del formulario anteriormente mencionado, se tiene como medio para el reporte de eventos el correo electrónico de los funcionarios que conforman la coordinación de riesgo Operativo, para canalizar de esta manera los eventos materializados.

## ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL

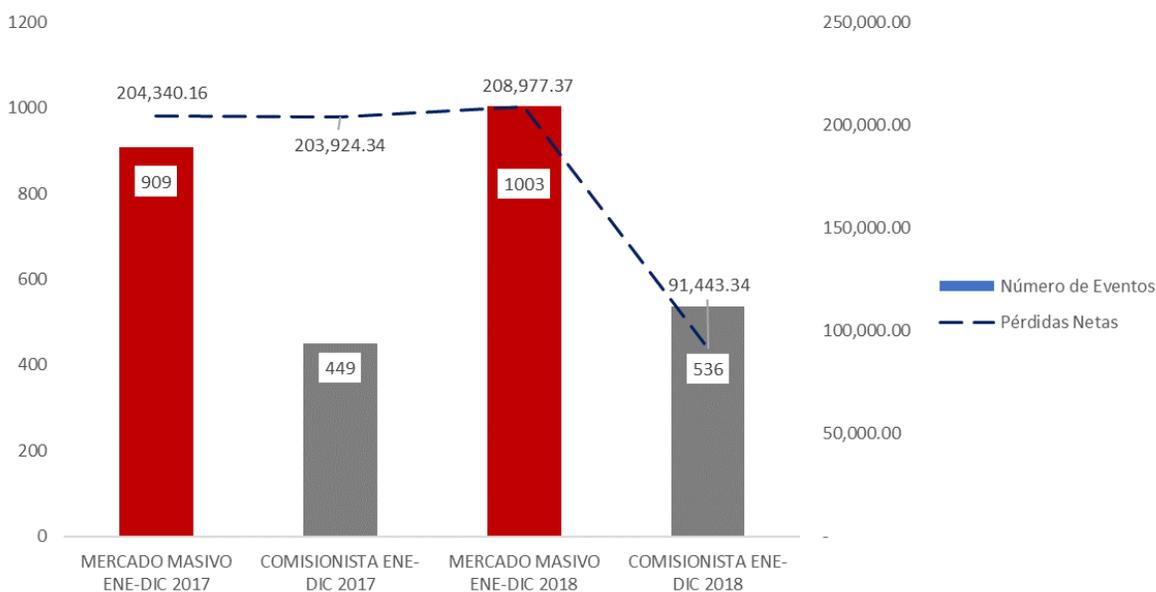


## REGISTRO DE EVENTOS

Durante el año 2018 se registraron 1539 eventos de riesgo operativo que representaron una pérdida neta de \$ 300.420.706,71, de los cuales el mayor generador es mercado masivo representando el 65% de los eventos de riesgo y el 70% de las pérdidas netas. En comparación con el año 2017 se tuvo un aumento del 13% de los eventos de riesgo debido al aumento de descuadres en caja en las agencias y una disminución del 26% de las pérdidas.

## GRÁFICA 44

### NÚMERO DE EVENTOS vs PÉRDIDAS NETAS



- Para el año 2018 se tuvieron pérdidas inherentes de \$479.378.983,32 correspondientes a eventos de riesgos materializados durante ese periodo, además se realizó pago de \$440.000.000 por demanda laboral instaurada en el año 2015 por el señor Francisco José Barbosa.

- Se obtuvieron recuperaciones en el año 2018 por valor de \$337.442.813,21 de las cuáles se aplicaron \$158.484.536,6 al año 2017 y \$178.958.276,61 al año 2018 así:

- ✓ Recuperaciones por seguros: \$63.010.500
- ✓ Recuperaciones de ACVA: \$115.947.776,61

## Resultados Totales por Clasificación SFC

| CLASIFICACIÓN SFC                      | # de Eventos | Valor de la Pérdida      | Valor Recuperado por Seguros | Valor Recuperado por ACVA | Valor Pérdida Neta      |
|--|--------------|--------------------------|------------------------------|---------------------------|-------------------------|
| Ejecución y Administración de Procesos | 1382         | \$ 285.988.815,01        | \$ -                         | \$ 114.947.776,61         | \$171.041.038,40        |
| Fallas Tecnológicas                    | 144          | \$ 3.866.612,21          | \$ -                         | \$ -                      | \$3.866.612,21          |
| Fraude Externo                         | 11           | \$ 187.828.339,85        | \$ 63.010.500,00             | \$ -                      | \$124.817.839,85        |
| Fraude Interno                         | 2            | \$ 1.695.216,25          | \$ -                         | \$ 1.000.000,00           | \$695.216,25            |
| <b>Total general</b>                   | <b>1.539</b> | <b>\$ 479.378.983,32</b> | <b>\$ 63.010.500,00</b>      | <b>\$ 115.947.776,61</b>  | <b>\$300.420.706,71</b> |

- 36% de las pérdidas por Hurto del año 2018 se recuperaron por el seguro

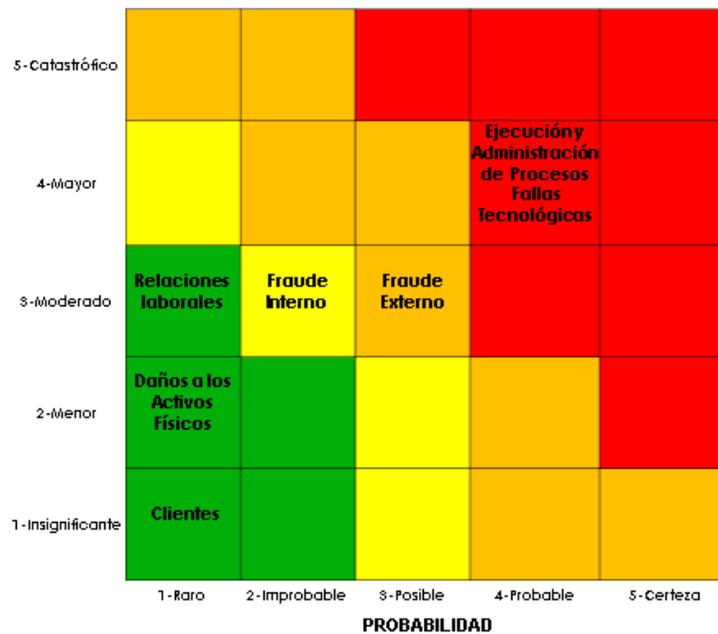
fue recuperado, debido a reintegros por descuadres en la caja.

- 40% de las pérdidas por Deficiencia en la ejecución de procesos

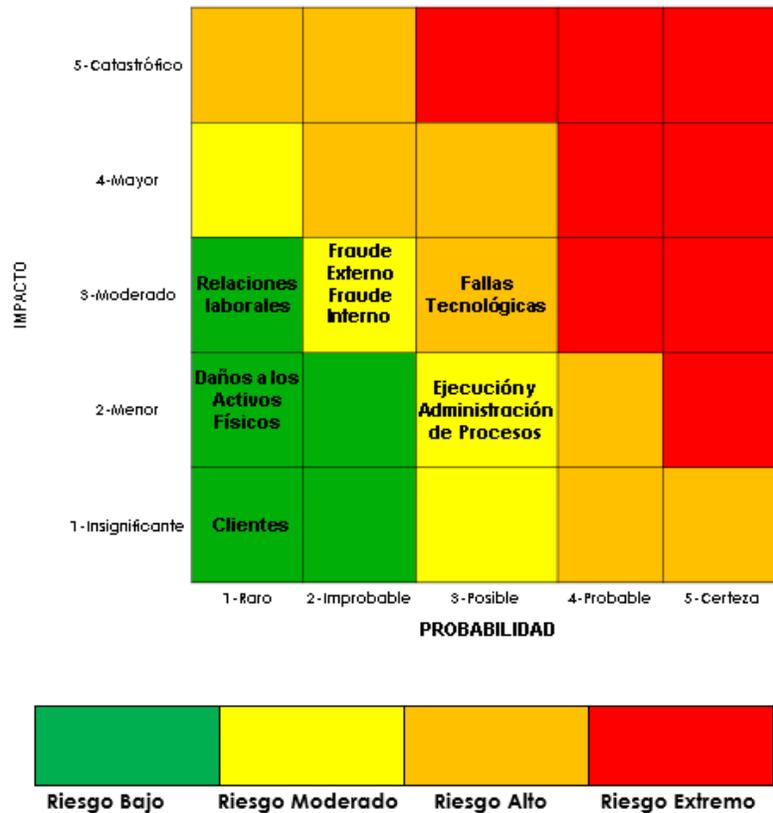
- De las pérdidas por fraude interno se obtuvieron recuperaciones por valor de \$1.000.000.

## ■ MATRICES DE RIESGO 2018

**MAPA DE RIESGO INHERENTE MATERIALIZADO**



## MAPA DE RIESGO RESIDUAL MATERIALIZADO



Para este periodo se ha presentado un aumento de los riesgos de fallas tecnológicas con respecto al año 2017, debido a los cambios en la estructura de la Gerencia de TI y los cambios en la gestión tecnológica de la compañía, lo que ha generado un alto impacto en la operación normal de los procesos. En cuanto a los riesgos de ejecución y

administración de procesos se encuentran en el nivel de riesgo moderado, razón por lo cual se están fortaleciendo los controles de los procesos y del seguimiento de descuadres en la caja que representan el mayor porcentaje de eventos de esta clasificación.

## INDICADORES DE GESTIÓN

El número de eventos para el año 2018 no se sobrepasa el nivel de tolerancia, por tal razón se está realizando seguimiento a cada gerencia regional frente a los descuadres y se está solicitando diligenciar el formulario diseñado por la coordinación de RRHH para tener en detalle lo sucedido cuando se presentan descuadres en caja y tener controlado el

número de eventos que se presenten ya que este es el mayor generador en la organización.

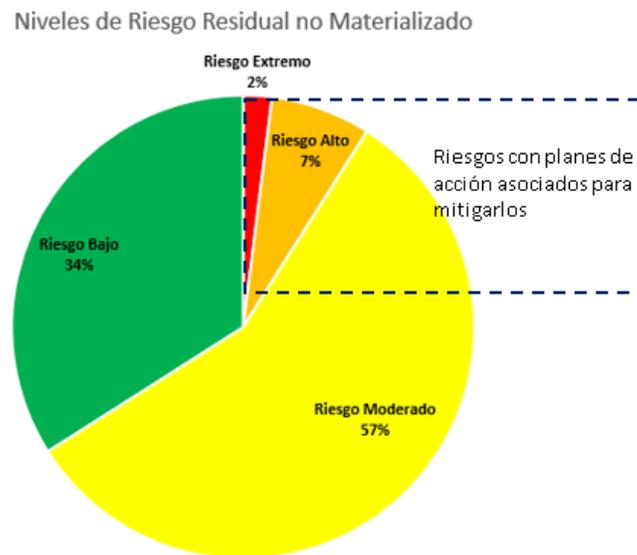
La pérdida inherente del periodo fue de \$479.379 con una pérdida residual de \$ 300.420, teniendo pendiente por recuperar \$ 79.753. De descuadres en caja.

**GRÁFICA 45**  
Indicadores de Gestión



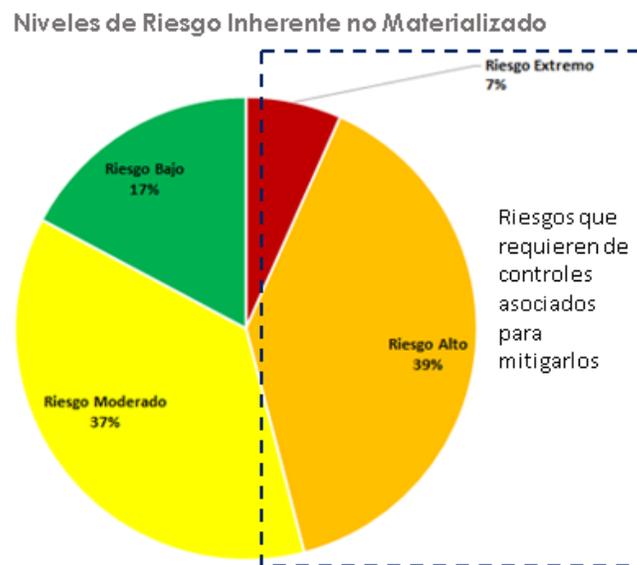
## GRÁFICA 46

### Niveles de Riesgo Residual no Materializado



## GRÁFICA 47

### Niveles de Riesgo Inherente no Materializado



En cuanto a los planes de acción definidos para mitigar los riesgos materializados durante el año 2018, se tienen el 67% de dichos planes cerrados y el 33% en

implementación, de los cuales el 80% corresponden a fallas tecnológicas a los cuales se les está realizando seguimiento periódico mediante la revisión de las

medidas tomadas y las fechas de implementación definidas.

## ■ ÓRGANOS DE CONTROL

Para el cumplimiento de los objetivos generales y específicos, establecidos, la Junta Directiva determinó la creación de las directrices y políticas que contemplan la conformación de comités especializados:

### COMITÉ DE RIESGO OPERATIVO

De acuerdo con el impacto significativo de las deficiencias o debilidades, los comités de control y la Junta Directiva serán responsables de tomar acciones correctivas o preventivas que permitan el mejoramiento continuo del Sistema de Control Interno, esta responsabilidad podrá delegarse en los líderes de los procesos conforme a su impacto.

Creación de un Comité de Riesgo Operativo (CRO), encargado de asegurar el completo apoyo a la función de la unidad de riesgo operativo (URO) en sus funciones, es una unidad de apoyo a la Administración en materia de Riesgo Operativo (RO).

Este comité está conformado por los siguientes funcionarios:

- Gerente General
- Gerente de Riesgo
- Gerente Financiero
- Gerente de Mercado Masivo
- Gerente Comercial
- Gerente Administrativo y Operativo
- Gerente de Tecnología e Innovación
- Coordinador de Riesgo Operativo

Durante el 2018 se realizaron las reuniones del comité en mención, con el objeto de evaluar los resultados de los informes presentados por la Unidad de Riesgo Operativo, representada por la Gerencia de Riesgo, donde se realizaron observaciones y se evaluó el cumplimiento de las instrucciones impartidas por la Junta Directiva y la Gerencia General, haciendo seguimiento sobre los riesgos identificados, los controles aplicados y las matrices definidas por la unidad de riesgo operativo.

## ■ PLATAFORMA TECNOLÓGICA

Se cuenta con la herramienta CERO, para gestionar los riesgos, de manera que se puedan almacenar, controlar y validar mediante la administración de los procesos y los controles, generando de esta forma las matrices de riesgo por cada proceso implementado al interior de Acciones & Valores; los cuales están sujetos a evaluaciones periódicas por parte de las gerencias y comités respectivos y sobre las cuales de forma

integral se estiman estrategias de optimización.

La definición de las matrices de riesgos se efectúa de manera conjunta con la actualización de procedimientos, con el fin de obtener resultados precisos, actualizados y oportunos, pues se evalúa al mismo tiempo la eficacia del proceso y la asignación de responsabilidades para cada cargo que ejecuta.

## ■ DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN Y CAPACITACIÓN

### **CERTIFICACIONES DE PROFESIONALES DEL MERCADO DE VALORES**

La certificación de profesionales se define como el procedimiento mediante el cual las personas naturales obligadas a inscribirse en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores acreditan la capacidad técnica y profesional ante un organismo certificador. La certificación tiene dos componentes, a saber: un componente relacionado con la acreditación de la capacidad técnica y profesional y otro componente relacionado con la verificación de antecedentes personales.

Se llevó a cabo el seguimiento de la vigencia de aprobación de todas las modalidades de certificación con el fin de que se programara de manera oportuna la nueva citación para la presentación de la evaluación y de esta manera no se interrumpiera sus labores como promotor de negocios, para la determinación del indicador de gestión de comerciales por parte del área de riesgos.

### **CAPACITACIONES**

El proceso de capacitación es para Acciones & Valores de gran importancia para garantizar el cumplimiento de la estrategia de nuestra organización, ya que tiene como función central la alimentación y el refuerzo de las

capacidades de cada uno de nuestros colaboradores. Así mismo, mantener actualizados a los funcionarios de la compañía según las nuevas exigencias del mercado, por medio de entrenamientos que les permitan adquirir conocimientos y habilidades clave para mejorar su desempeño laboral, contribuyendo con el aumento de productividad y estabilidad corporativa.

**Front Office:** El entrenamiento dirigido al personal que conforma el Front Office tiene por objeto mantener actualizada a la fuerza comercial principalmente en cuanto a temas de negociación, riesgo, políticas internas, normatividad, nuevos mercados y productos, sistemas de negociación, buenas prácticas en el mercado de valores, atención al consumidor financiero entre otras. Lo anterior se desarrolla con el apoyo de los entes reguladores y autorreguladores del mercado de valores y demás idóneos según la respectiva temática.

**Middle Office:** El entrenamiento dirigido al personal que conforma el Middle Office tiene por objeto mantener actualizada al área de riesgo y control en cuanto a temas relacionados con normatividad vigente aplicable al mercado de valores, cambios en la misma, en control interno, sistemas de gestión y administración de riesgos, desarrollo de sistemas informativos,

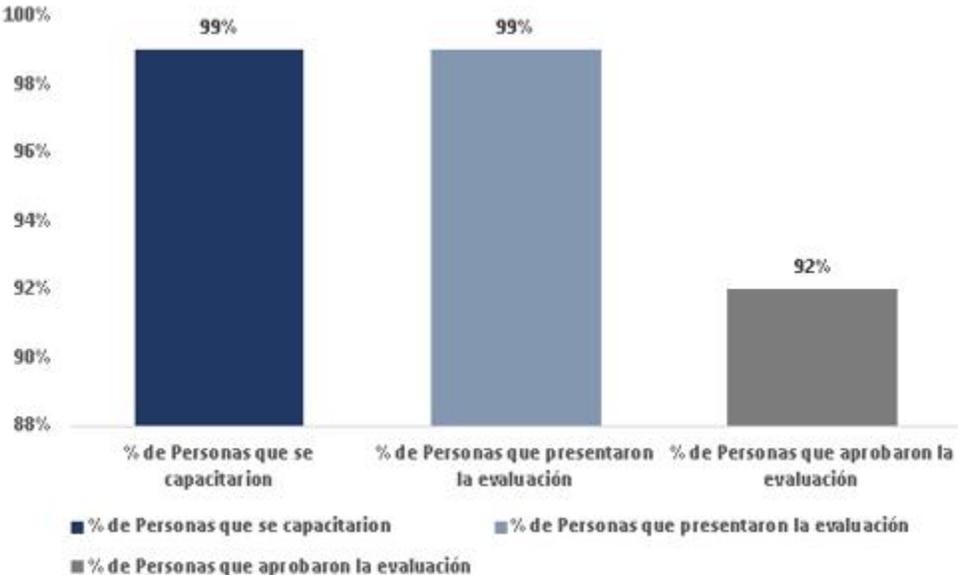
herramientas de control, diseño de pruebas de validación y control, políticas internas entre otros. Lo anterior se desarrolla con el apoyo de los entes reguladores y autorreguladores del mercado de valores y demás idóneos según la respectiva temática.

**Back Office:** El entrenamiento dirigido al personal que conforma el Back Office tiene por objeto mantener actualizadas a cada una de las áreas de soporte en cuanto a temas relacionados con normatividad vigente aplicable al mercado de valores según el área correspondiente y sus funciones, software y sistemas de registro y soporte, políticas internas, sistemas de registro y operatividad de nuevos productos y mercados entre que estén relacionadas directamente con el afable desempeño de cada cargo. Lo anterior se desarrolla con el apoyo de los entes reguladores y autorreguladores del mercado de valores y demás idóneos según la respectiva temática.

El área de Riesgo realizó para el año 2018 capacitación sobre el Sistema de Administración de Riesgo Operativo (SARO), con el objetivo de dar conocimiento a todos los funcionarios de la firma sobre la manera como se gestiona los eventos de Riesgo Operativo y capacitarlos para que todos pueden ayudar a identificar estos eventos,

logrando detectar todas las posibles situaciones que afecten de manera negativa los objetivos corporativos.

**GRÁFICA 48**  
Capacitación SARO



Durante el periodo de junio y julio se ejecutó el plan de capacitación SARO, que se llevó a cabo de manera virtual a través de la habilitación del site de capacitación con los módulos de riesgo operativo, fraude y corrupción, continuidad de negocio y seguridad de la información.

Donde el 99% de los funcionarios se registró en las capacitaciones y el 1% (Gráfica) restante no se registró razón por la cual se está trabajando con las distintas áreas que participan en las capacitaciones transversales de la compañía, con recursos humanos y con la

gerencia de tecnología para el desarrollo e implementación de una plataforma de formación para toda la organización que permita una gestión mucho más efectiva de los procesos de capacitación.

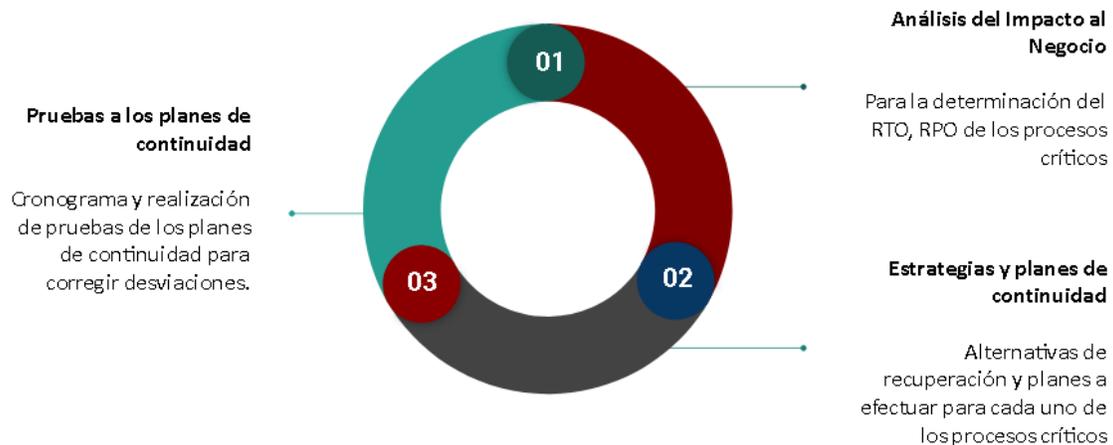
Adicionalmente, como otra medida de capacitación se implementó el risk álbum como material de evaluación y apoyo con los conceptos de los sistemas de gestión de riesgos no financieros Adicionalmente en el proceso de inducción se le da un resumen general respecto al sistema de gestión y administración de riesgos a todos los colaboradores. De igual manera a los funcionarios que no aprobaron la

evaluación se les envió retroalimentación y material de apoyo.

## ■ GESTIÓN DE CONTINUIDAD DEL NEGOCIO

Durante el año 2018 la Coordinación de Riesgo Operativo en conjunto con la Gerencia de Tecnología e Innovación, desarrolló el sistema de gestión de continuidad de negocio enmarcado en el

estándar ISO 22301:2013 y las mejores prácticas en lo relacionado a continuidad de negocio, llevando a cabo la implementación de los siguientes componentes en Acciones y Valores:



Se realizó el análisis de riesgos, el análisis del impacto al negocio BIA, así como la definición de las estrategias y planes de

recuperación para los siguientes procesos críticos identificados a través de un estudio previo:



Para la definición de las alternativas de recuperación se tuvieron en cuenta los resultados obtenidos en el Análisis del Impacto al Negocio BIA, específicamente los RTO, RPO y los recursos mínimos requeridos para la recuperación, así como las posibles opciones de recuperación operativa a evaluar de acuerdo con los requerimientos y necesidades de cada proceso evaluado mediante la aplicación de cuestionarios y sesiones de trabajo.

Las alternativas de recuperación se desarrollaron a partir de la siguiente estructura tomando como referencia las prácticas del BCI y el DRI International:

- Descripción de la alternativa
- Ubicación Geográfica
- Recursos Necesarios
- Comunicaciones Internas y Externas
- Ventajas y Desventajas

Para el desarrollo de las alternativas de recuperación BCP en Acciones & Valores S.A. se contemplaron las siguientes opciones:

- Respaldo Entre Sedes
- Trabajo a Distancia
- Acuerdo con Terceros

## **RESPALDO ENTRE SEDES.**

Esta alternativa de operación contempla el desplazamiento de colaboradores de las sedes afectadas a otras sedes de Acciones & Valores S.A., durante un evento de interrupción. Dichas sedes deben contar con un espacio disponible dotado de puestos de trabajo, conectividad y los recursos mínimos de operación requeridos por los procesos que se vean afectados y trasladados a la sede seleccionada.

Esta alternativa es una opción a considerar para Acciones & Valores S.A., ya que se cuenta con sedes que tienen la capacidad para acondicionar los puestos de trabajo en caso de ser necesario, debido a que gran parte de los procesos críticos necesitan operar desde una sede física.

## **TRABAJO A DISTANCIA (ESCRITORIOS REMOTOS)**

El trabajo a distancia o trabajo remoto es una alternativa que permite continuar con la operación de los procesos sin requerir de una sede física de Acciones & Valores S.A., ya que los colaboradores pueden llevar a cabo las actividades desde su casa con recursos propios realizando previamente una conexión segura a través del protocolo VPN permitiendo así que los tiempos de recuperación desde la

perspectiva operativa sean muy cortos frente a niveles de inversión bajos. Adicionalmente esta alternativa permite cifrar la información desde el equipo donde se realiza la solicitud, hasta las instalaciones de procesamiento de información de Acciones & Valores S.A., logrando así no solo dar continuidad a la operación sino también salvaguardar la integridad y confidencialidad de los datos.

Se cuenta con 10 escritorios remotos que se conectan al Data Center principal de Tocancipá (máquinas virtualizadas) que cuentan con el acceso a todas las aplicaciones e información de los funcionarios claves de los procesos críticos. Estos funcionarios entraran a laborar desde su casa para continuar con la operación.

Por lo anterior el trabajo remoto es una alternativa económica y efectiva aplicable para la recuperación de Acciones & Valores S.A. para aquellos procesos que no requieren de la presencia física de sus colaboradores en alguna de las sedes.

## **ACUERDO CON TERCEROS.**

El acuerdo con terceros o acuerdos recíprocos permiten el traslado de colaboradores a instalaciones de aliados como proveedores, clientes y filiales donde se cuenta con un espacio físico dotado con puestos de trabajo para

continuar operando desde allí. Para contar con estos acuerdos es necesario establecer acuerdos formales y documentados donde quede definido las condiciones, los tiempos de respuesta por parte del tercero, los elementos mínimos necesarios en las instalaciones y los protocolos de comunicación y activación de la alternativa teniendo en cuenta los niveles de aprobación. Considerando lo mencionado anteriormente, el acuerdo con terceros es una alternativa económica y efectiva aplicable para la recuperación de Acciones & Valores S.A. para aquellos procesos que pueden desarrollarse en la sede de un aliado que cuente con los recursos necesarios para ejecutarlos.

Además de lo anterior, la Gerencia de Tecnología e Innovación actualizó el plan de recuperación ante desastres el cual comprende:

1. Comité de Crisis y línea de comunicación

2. Análisis del impacto en el negocio

- Cuestionarios de análisis de impacto en negocio Actividades Críticas y Activo Críticos (Aplicaciones, UPS, aire acondicionado, infraestructura de HW, redes, etc.)

3. Estrategia de continuidad del negocio

- Lista de actividades

- Prioridades recuperación para actividad

- Análisis del Tiempo Objetivo de Recuperación (RTO) y el Punto Objetivo de Recuperación (RPO) por actividad crítica

- Escenarios ej. Eventos de interrupción del negocio

- Estrategia de recuperación de actividades críticas

4. Otros documentos

- Plan de prueba y verificación

- Informe de prueba y verificación

Finalmente, con respecto a las pruebas ejecutadas durante el año 2018 se realizaron pruebas al DRP partiendo del cronograma definido, para determinar los aspectos claves a mejorar en las actividades que integran el plan de recuperación de desastres por lo que se determinaron planes de acción que se encuentra ejecutando la Gerencia de Tecnología e Innovación.

# GESTIÓN DEL RIESGO DE LAVADO DE ACTIVOS Y FINANCIACIÓN DEL TERRORISMO



El Sistema de Administración de Riesgo de Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo de Acciones y Valores, durante el año 2018 continúa en proceso de fortalecimiento, ajustando los procedimientos y controles de acuerdo a

situaciones identificadas en el desarrollo de la actividad diaria, además de cumplir con la normatividad vigente.

A continuación, las actividades que se adelantaron durante este periodo:

## ■ Generales

El área de cumplimiento, durante el año 2018 aplicó los procedimientos, procesos y controles tendientes a evitar riesgos relacionados con el Lavado de Activos y la Financiación del Terrorismo, así mismo, se adoptaron correctivos generados por resultados de la revisión de procesos, la

optimización de procedimientos, la implementación de controles, las recomendaciones recibidas por Auditoría y Revisoría Fiscal, lo anterior alineado a las mejores prácticas internacionales y locales relacionadas con la prevención de LA/FT.

## ■ Manual SARLAFT

En el transcurso del 2018, se generaron modificaciones en el Manual SARLAFT, relacionadas con nuevas políticas debido a cambios normativos y a ajustes en los procesos y procedimientos del área de cumplimiento, incluyendo políticas para la

vinculación y actualización de usuarios por medio de plataformas tecnológicas y canales virtuales aprobados por la Superintendencia Financiera de Colombia.

## ■ Vinculación

Durante el año 2018, en los procesos de Vinculación de clientes, proveedores y funcionarios se aplicaron los controles y políticas establecidas dentro del Sistema de Administración de Riesgo LA/FT, tales como, la validación de listas restrictivas, revisión de posibles antecedentes, verificación y análisis de la información

registrada en el formulario y el adecuado registro de esta en los sistemas de información. Igualmente, se rechazaron algunas personas naturales y jurídicas que no cumplieron con los perfiles según las directrices y parámetros de vinculación adoptados por Acciones y Valores S. A.

## ■ Actualización

Para el año 2018 se realizaron campañas de actualización de clientes enviando correos al área comercial sobre los clientes próximos a vencer y los cuales requieren gestión, de igual manera se

continúa con el proceso de actualización telefónica y gestión de actualización tradicional, mediante las solicitudes como envío de cartas, correo electrónico y mensajes de texto.

## ■ Monitoreo

Los monitoreos se encuentran automatizados y parametrizados en la herramienta K-NIME, generando oportunidad y eficiencia, abarcando un número superior de clientes que permiten mayor cobertura minimizando la materialización de riesgos para la Sociedad Comisionista.

El objetivo es identificar en los diferentes productos que ofrece la sociedad comisionista, situaciones que se salen del giro normal de las operaciones o que por

su naturaleza y características son atípicas a la forma de operación del cliente tanto en transacciones e inversiones realizadas en el mercado de capitales como en mercado masivo clientes y usuarios que utilizan los productos de Western Unión, resultado de los monitoreos algunas personas se ingresaron a seguimiento con el fin de fortalecer el conocimiento del cliente y contar con información objetiva para nuestros análisis.

## ■ Medición

Trimestralmente se realiza una medición con el objetivo de identificar el nivel de riesgo Inherente y Residual de Acciones & Valores S.A. relacionados con Lavado

de Activos y Financiación del Terrorismo. Ésta, utiliza metodologías y técnicas descritas en el manual SARLAFT y sus anexos, presentando los resultados de la evolución de los riesgos a la Administración y Junta Directiva.

## ■ Control

Se continúan fortaleciendo los procedimientos de control con el objetivo de prevenir que la Sociedad Comisionista de Bolsa sea utilizada para el Lavado de Activos y/o Financiación del Terrorismo y

para garantizar confiabilidad e integridad en la información que ingresa a los sistemas.

## ■ Calidad de Datos

Continuamos realizando monitoreos periódicos con el fin de identificar las fallas existentes en los procesos relacionados con errores de digitación en la información el momento del registro de información como la vinculación y actualización de clientes en el área de Cumplimiento y en las agencias.

Se continúan fortaleciendo los controles relacionados con el ingreso de información por parte de las agencias, realizando continuas campañas de capacitación y

sensibilización recalcando la importancia de garantizar la calidad de data de la compañía, además validando la información contenida en la carpeta física de clientes, evidenciando inconsistencias en el registro de la información, la cual está en proceso de corrección en los diferentes aplicativos de información.

## ■ Entes de Control

El Área de Cumplimiento, durante el año 2018 recibió y dio oportuna respuesta a la totalidad de las solicitudes de las autoridades, se trata de requerimientos

realizados por diversos entes del Estado que en cumplimiento de sus obligaciones legales solicitaron información de Clientes o Usuarios.

## ■ Superintendencia Financiera de Colombia

Durante el año 2018, la Superintendencia Financiera realizó una visita IN-SITU relacionada con el Sistema de Control Interno de la cual el SARLAFT hace parte sin generar conceptos negativos o recomendaciones relacionadas con el sistema de Prevención LA/FT y una

segunda visita IN-SITU entre el 9 y 11 de octubre de 2018, con el objetivo principal de evaluar el Cumplimiento de las recomendaciones 6 y 7 del GAFI (Grupo de Acción Financiera Internacional), sin que a la fecha se tenga un pronunciamiento formal sobre el resultado.

## ■ Revisoría Fiscal

Durante el año 2018, la Revisoría Fiscal generó requerimientos de información trimestrales con el fin de evaluar y analizar el Sistema de Administración de Riesgo de Lavado de Activos y/o Financiación de

Terrorismo en Acciones y Valores S. A., resultado de estos, recibimos informes donde emiten conceptos y recomendaciones que se adoptan, atienden e implementan fortaleciendo la Prevención de LA/FT.

## ■ Auditoria Interna

La auditoría Interna realizó un análisis del cumplimiento del Sistema de Administración de Riesgo de Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo y generó un informe en el mes de agosto de 2018, generando algunas recomendaciones, emitimos respuesta al informé indicando los planes de acción y los controles implementados por parte del área de Cumplimiento para mitigar los riesgos relacionados con el SARLAFT.

La totalidad de observaciones realizadas por la auditoría (KPMG) se atendieron y

subsananon tomando los correctivos oportunamente.

Es importante mencionar que el modelo de riesgo adoptado por Acciones y valores S.A., agrupa los factores y perfiles necesarios para mitigar el riesgo de Lavado de Activos y/o Financiación del Terrorismo, de acuerdo a los resultados de la evaluación realizada por el área de Cumplimiento, sin embargo, continuamos desarrollando actividades para mejorarlo y fortalecerlo.



 **Acciones  
& Valores**  
*Comisionista de bolsa  
Desde 1959*

