



Coyuntura Económica

Junio 29 de 2018



Agenda

1. Mercados externos
2. Mercados emergentes
3. Contexto local

Mercados externos

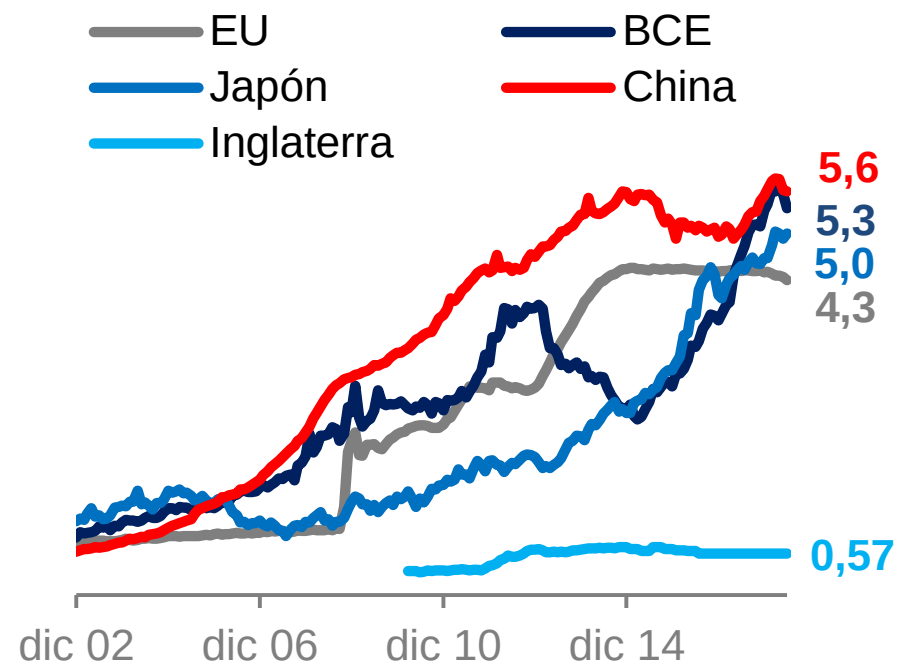
Las obligaciones de la fiduciaria son de medio y no de resultado.

VIGILADO: SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

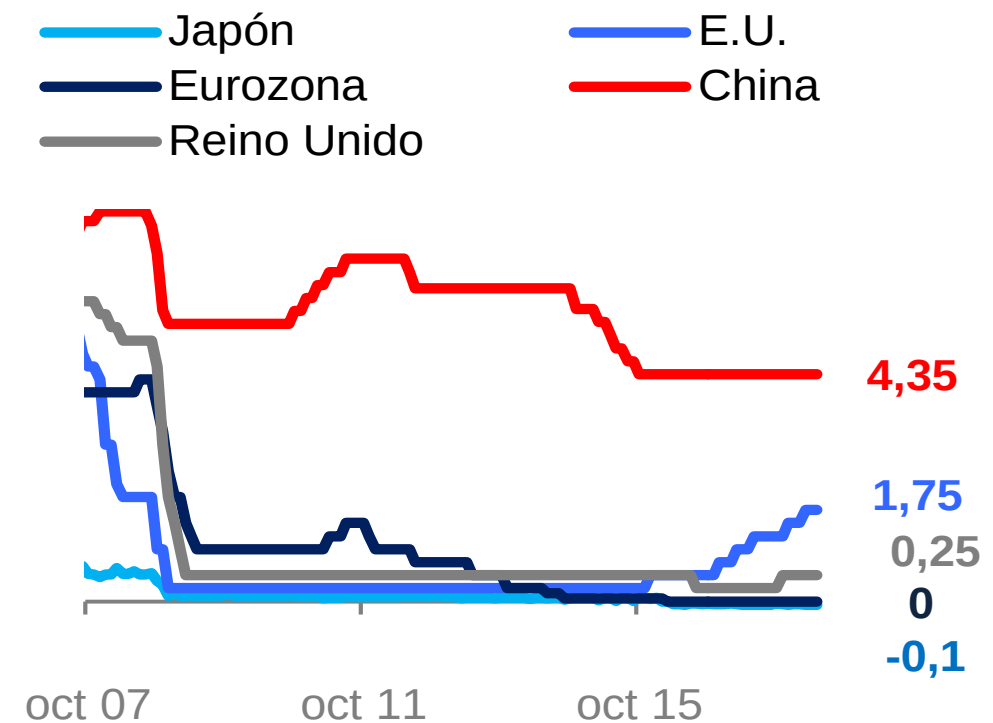
Liquidez mundial

Continúa en máximos históricos

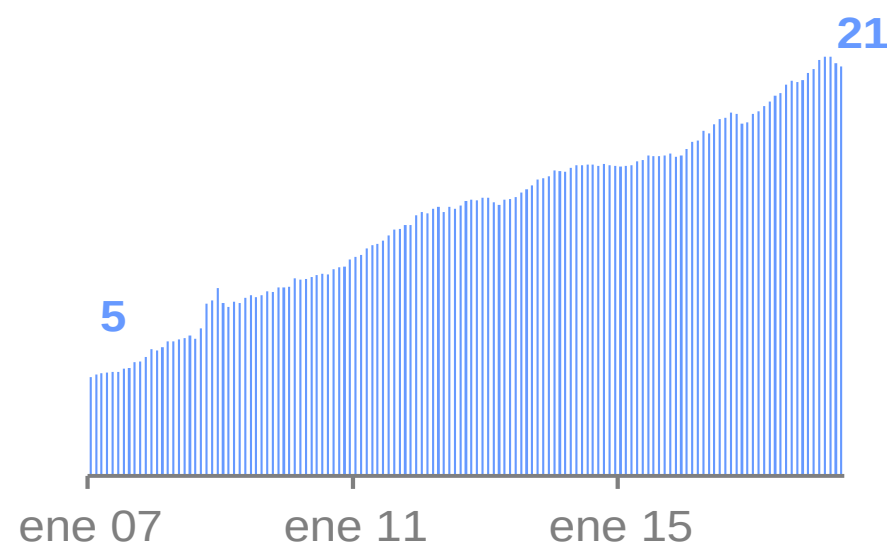
Balances bancos centrales



Tasas bancos centrales



Balance total USD trillones

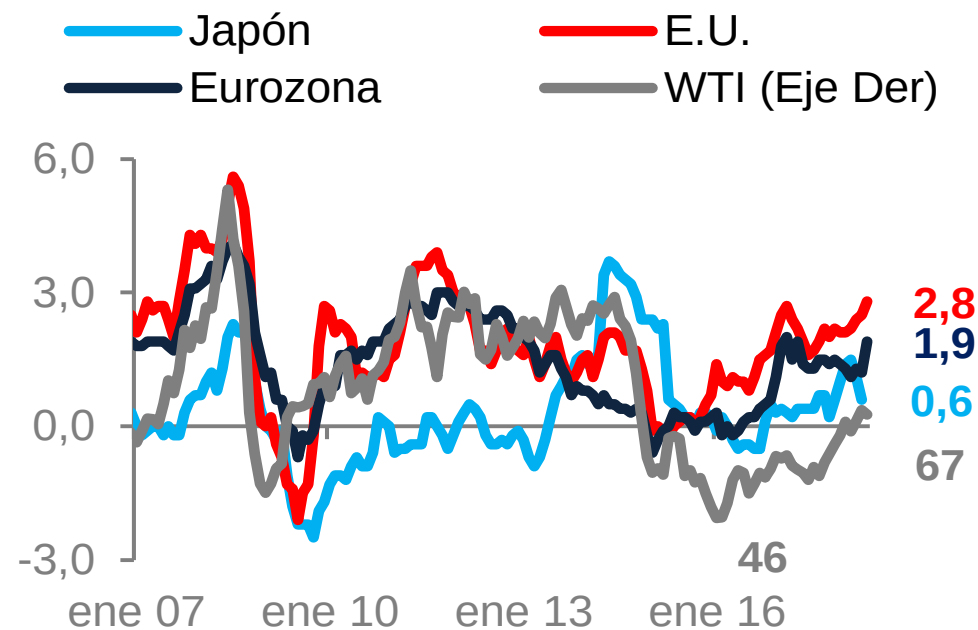


- Pese al mayor crecimiento económico y al aumento de la inflación en algunas regiones, los balances de los bancos centrales continúan en máximos históricos y las tasas de interés en niveles bajos.
- La Reserva Federal de Estados Unidos es el único banco central del mundo desarrollado que ha podido dar inicio al desmonte de su balance de activos y al incremento gradual de su tasa de interés.

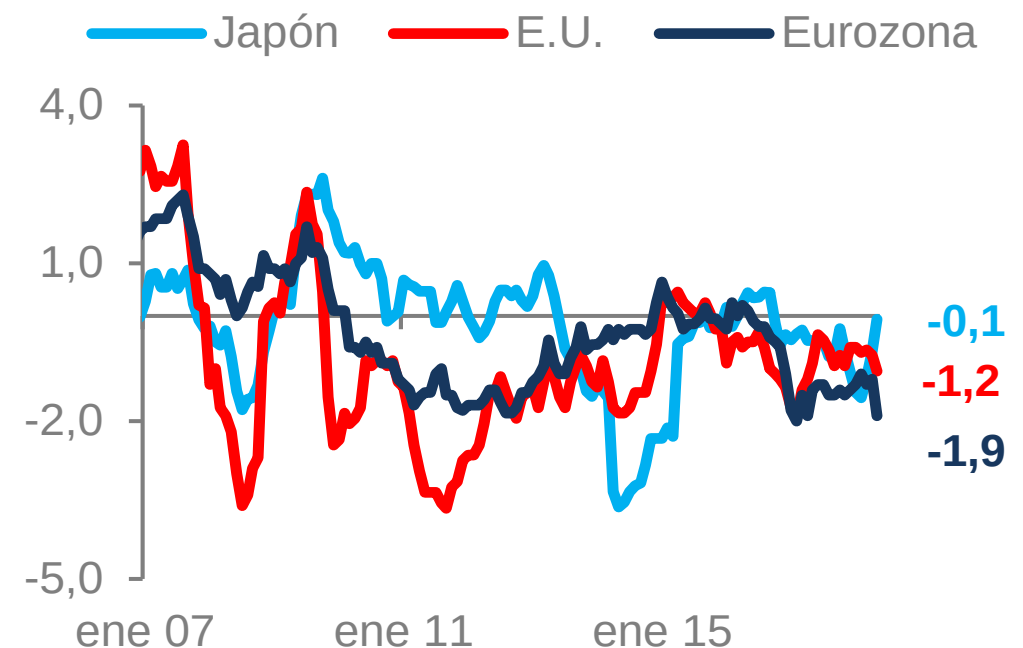
Liquidez mundial

Tasas reales aún son negativas

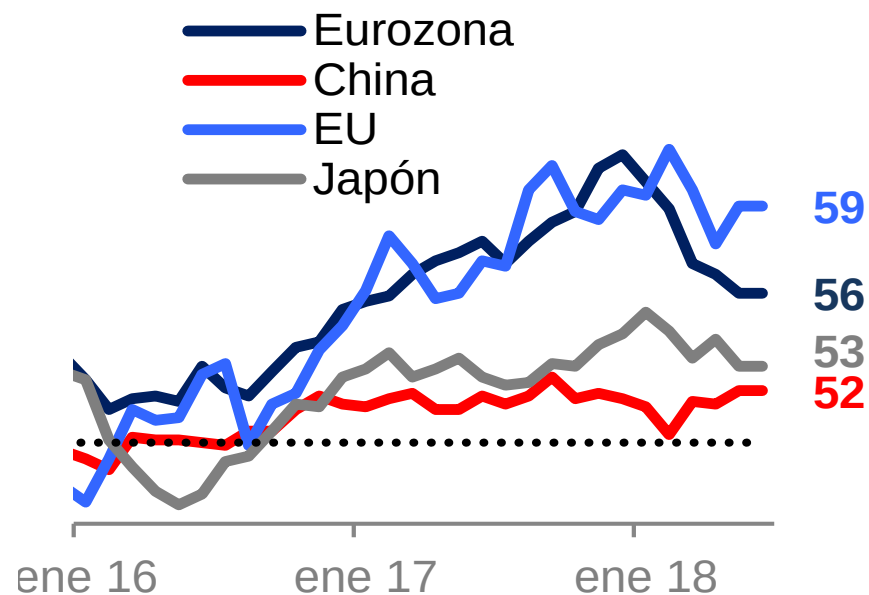
Inflación y petróleo



Tasas de interés reales



PMI manufacturero

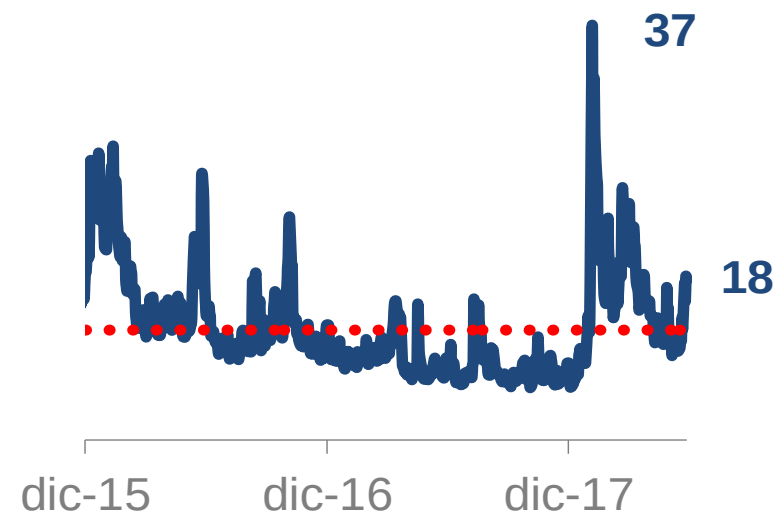


- El aumento en los precios de la energía ha presionado la inflación al alza, llevando a un descenso en las tasas de interés reales.
- No obstante, la estabilización de los precios del petróleo, llevará a una nueva caída en la inflación y por consiguiente a un aumento de las tasas reales.
- Aunque en Estados Unidos es conveniente llevar la tasa hacia un nivel más neutral, en la Eurozona y Japón esto sería un riesgo ahora que la actividad económica viene desacelerándose.

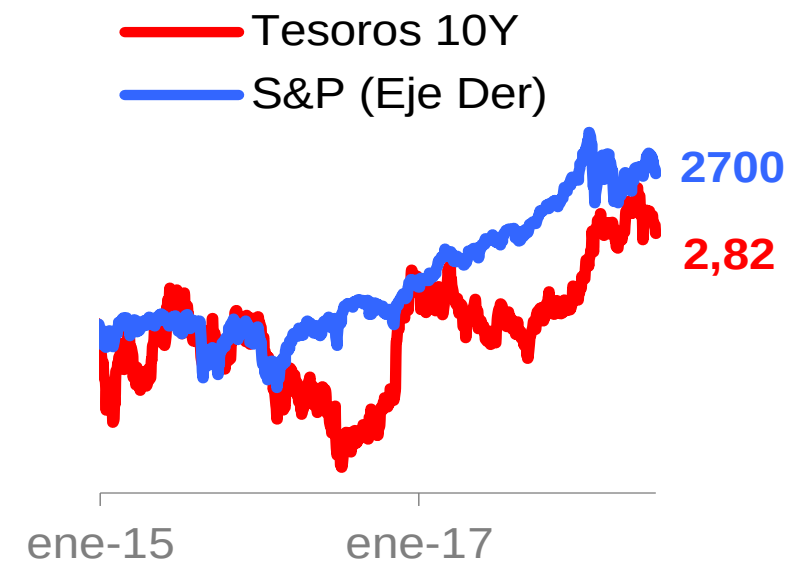
Risk off

Activos refugio se valorizan

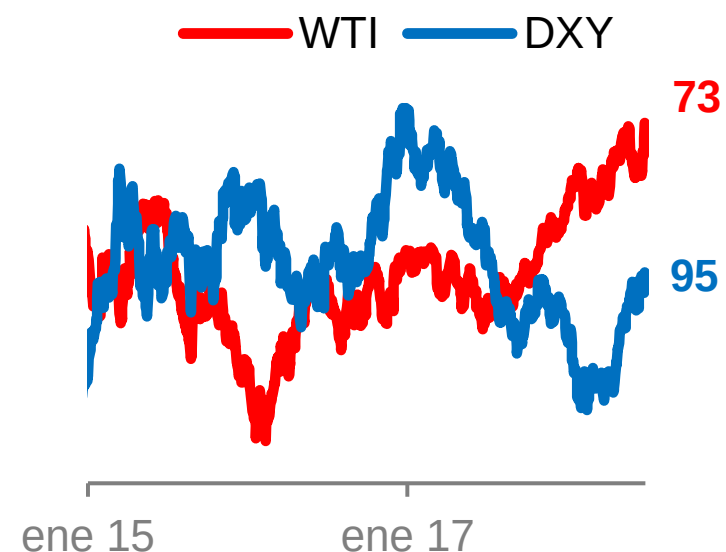
Aversión al riesgo



Tesoros y S&P



Dólar y petróleo

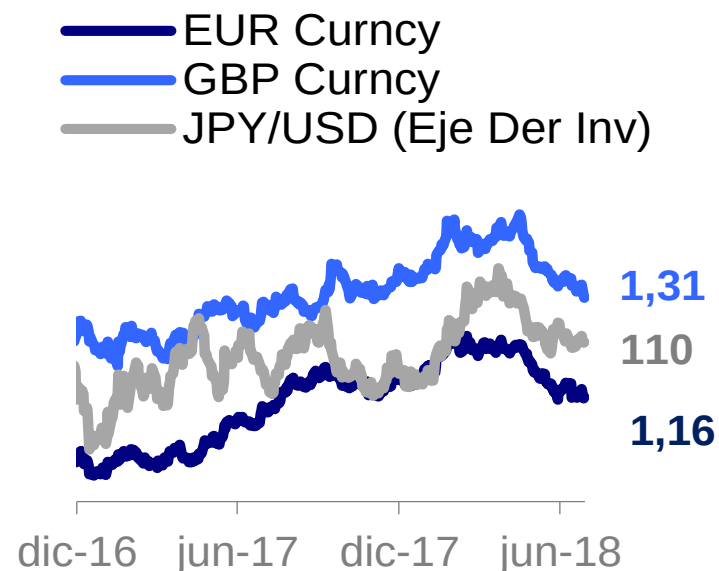


- El recrudecimiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China llevaron a un repunte de la aversión al riesgo.
- Así, los activos refugio como el dólar y los Tesoros continúan valorizándose.
- Aunque el fortalecimiento del dólar sería un factor bajista sobre el petróleo al igual que la decisión de la OPEP de reducir los recortes, las amenazas de Trump sobre la producción iraní y los inconvenientes en Canadá y Libia continúan presionando el petróleo al alza.

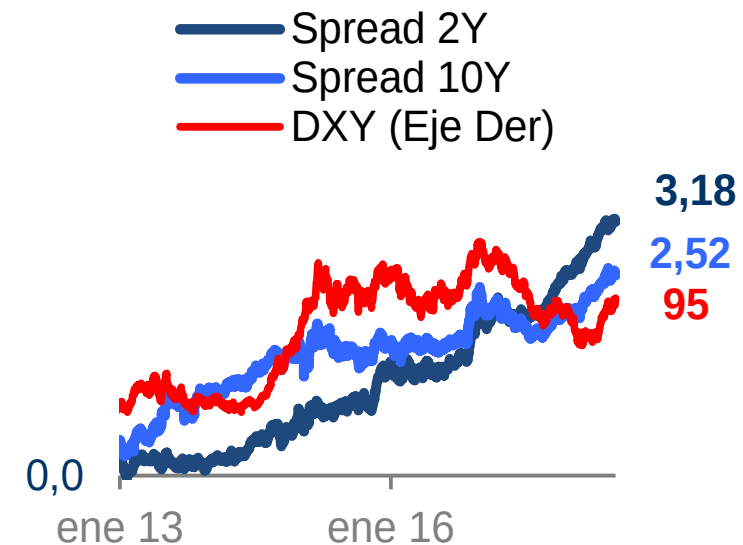
Fortalecimiento del dólar

Generalizado frente a DM y EM

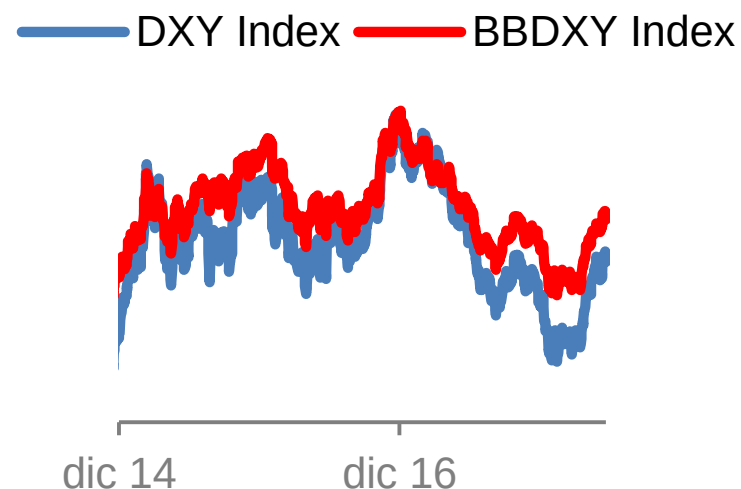
Monedas fuertes



Spread Tesoros – Bunds y DXY



DXY y BBDXY

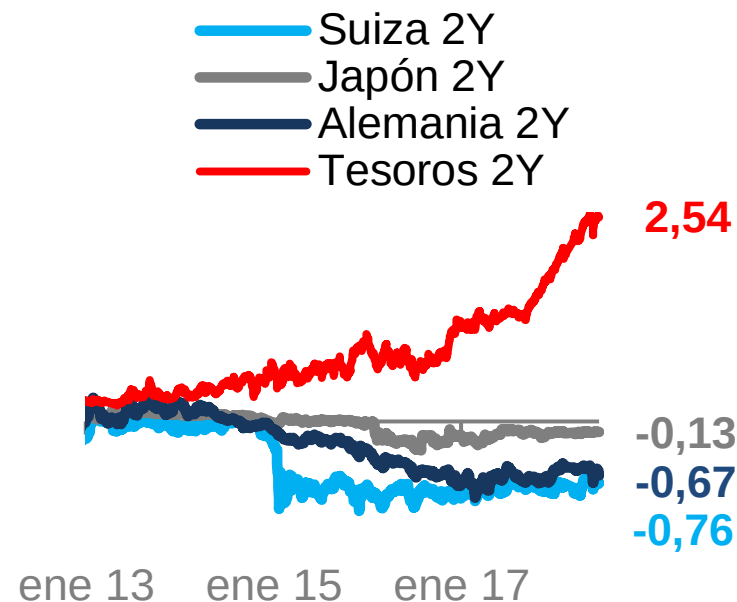


- Detrás del fortalecimiento del dólar se encuentra el debilitamiento de sus principales cruces, especialmente el Euro debido al tono dovish del BCE.
- La ampliación del spread entre Tesoros y bonos alemanes continúa dándole soporte al dólar.
- El índice global del dólar que además incluye las monedas emergentes, también se fortalece (EM se debilitan).

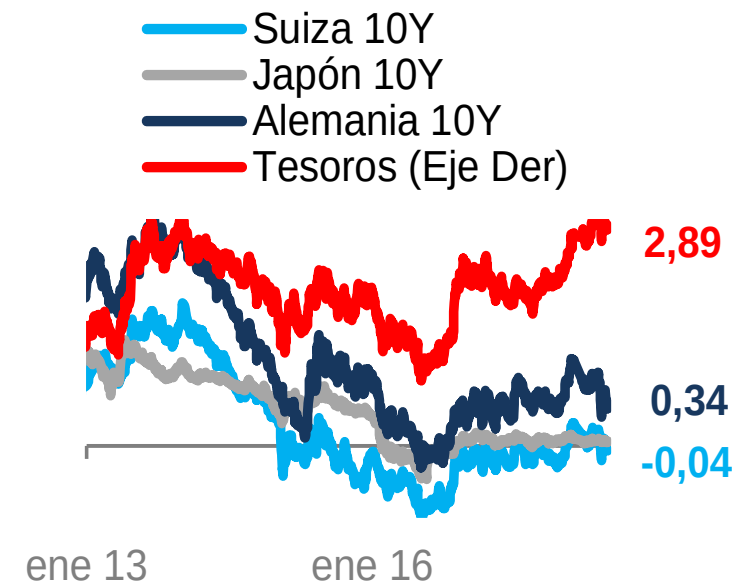
Fortalecimiento del dólar

Generalizado frente a DM y EM

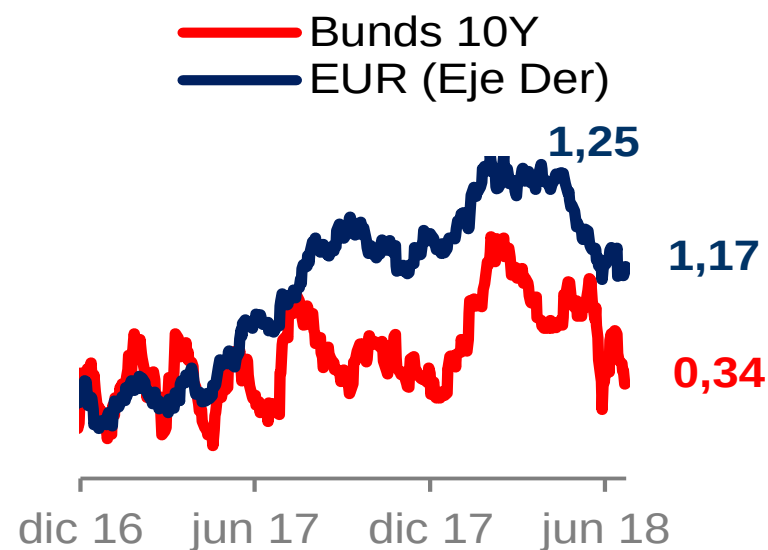
Renta fija 2Y



Renta fija 10Y



Bunds 10Y y Euro



- El hecho de que el BCE haya postergado hasta diciembre la finalización del estímulo monetario (compras mensuales de EUR30MM hasta septiembre y de EUR15MM hasta diciembre) y anunciado que mantendrá la tasa en el 0.0% hasta junio del próximo año

Estados Unidos

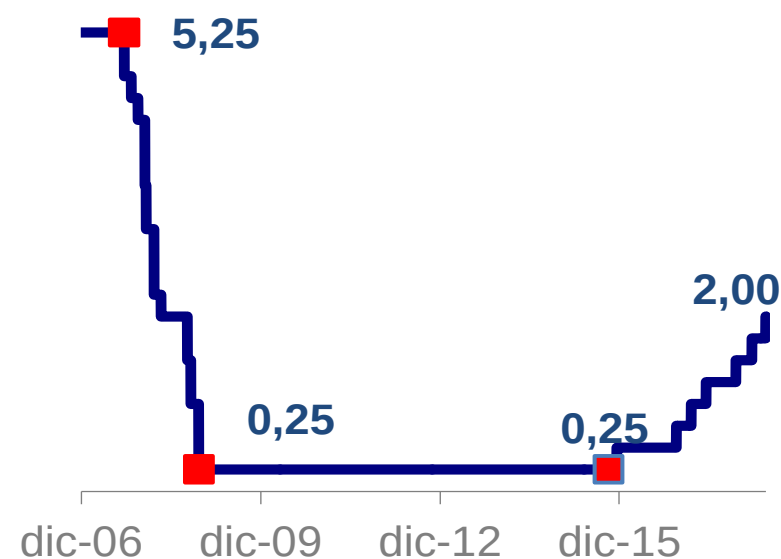
Las obligaciones de la fiduciaria son de medio y no de resultado.

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

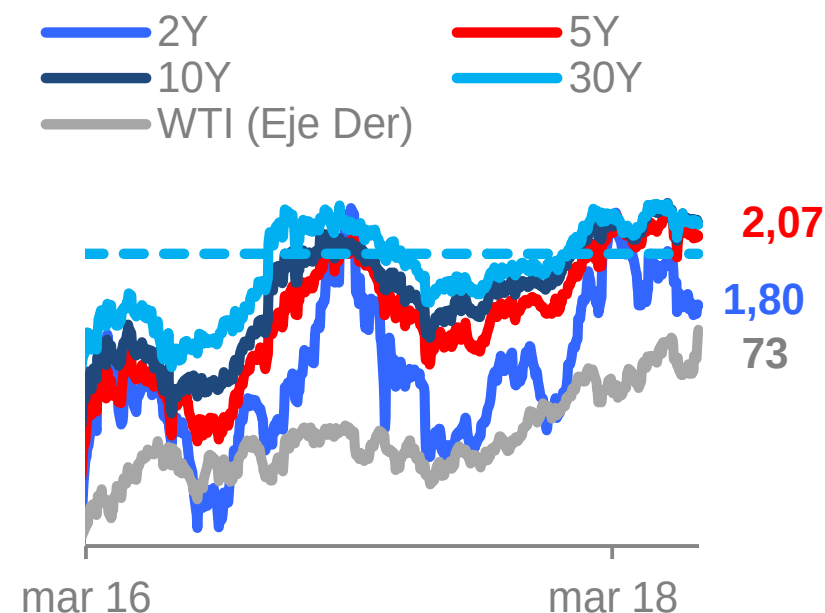
Estados Unidos

Comunicado FED Junio 2018

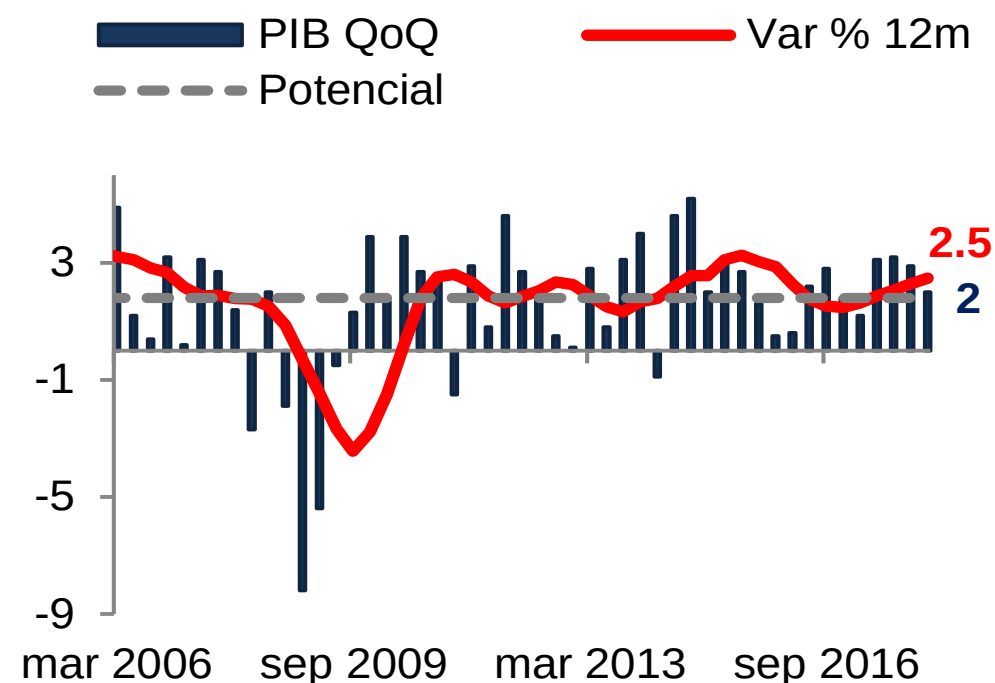
Tasa FED



Expectativas de inflación



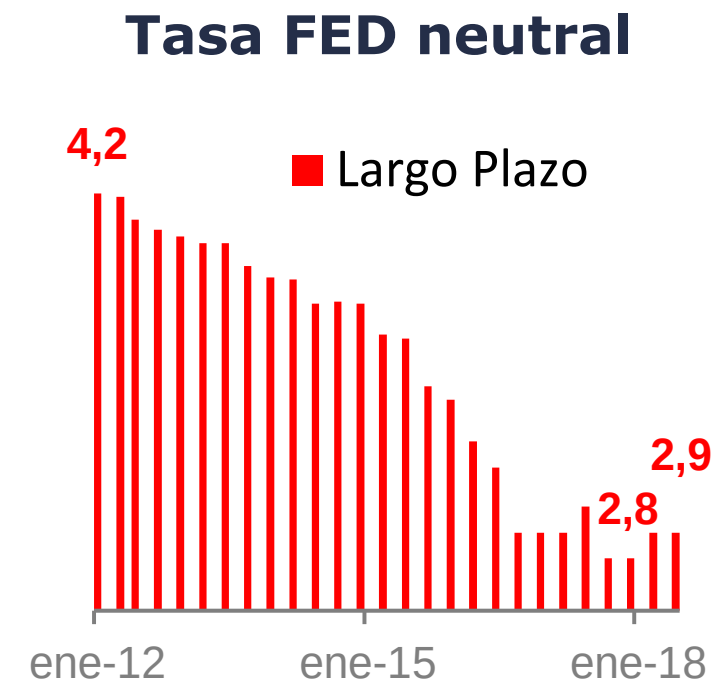
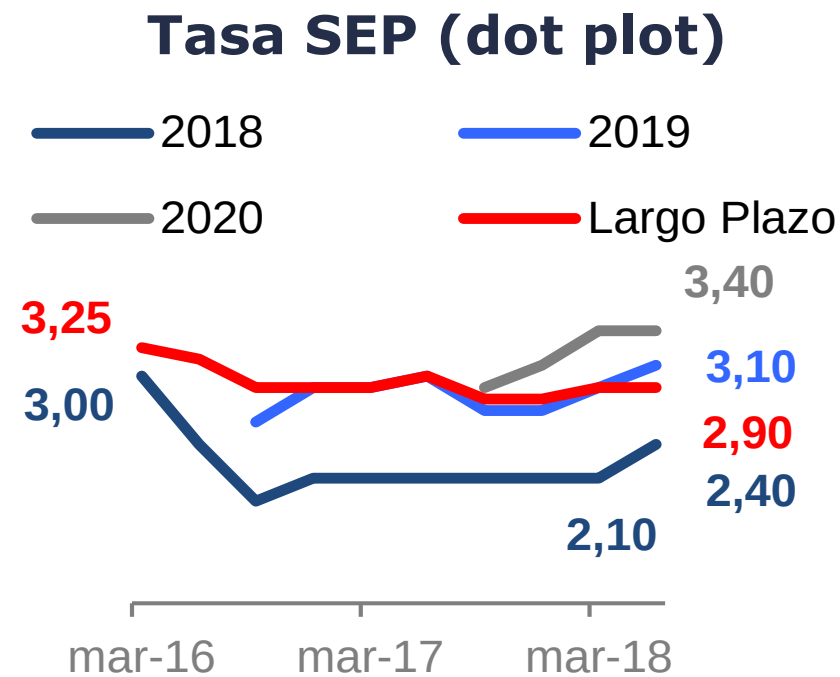
PIB



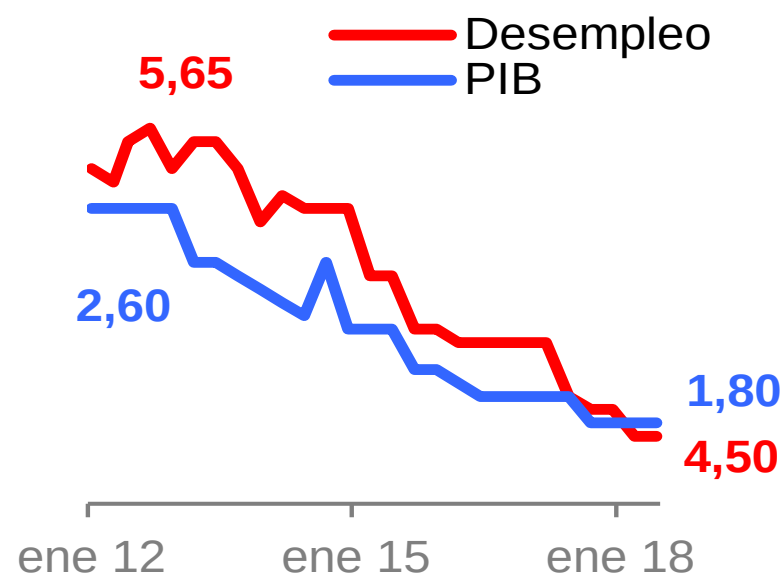
- En línea con lo esperado, la FED aumentó 25pbs su tasa de interés, alcanzando el rango 1.75% - 2.0%, destacando el fortalecimiento del mercado laboral y que la actividad económica continúa creciendo a un ritmo sólido.
- En cuanto a la inflación, señalan que la total y la básica se han movido hacia el objetivo de 2.0% y que las expectativas de inflación no han cambiado mucho.

Estados Unidos

Proyecciones tasa FED



PIB y desempleo neutral

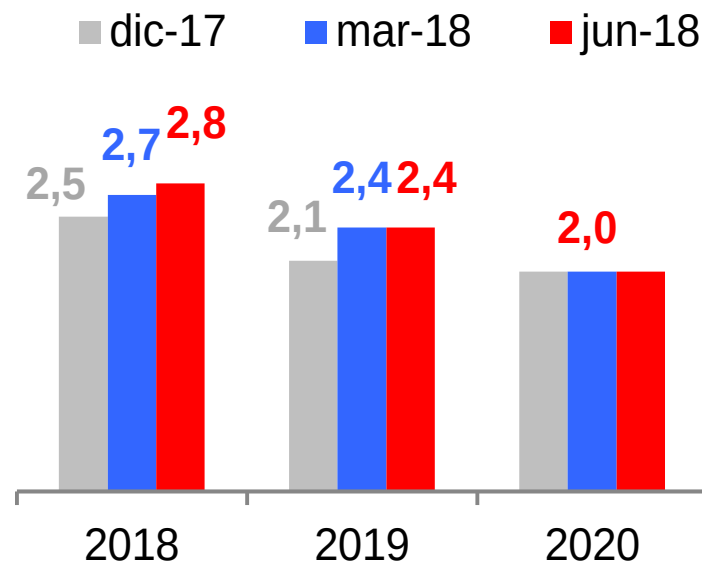


- Aunque no hubo revisiones importantes, lo más destacable del comunicado es el cambio en el "dot plot" del Summary of Economic Projections (SEP) en junio, que incorpora un aumento adicional en 2018, pasando de 3 a 4.
- Esto implica que los miembros del comité ya no esperan que la tasa de los FED Funds termine el 2018 en el rango entre 2.0% y 2.25%, sino en el rango siguiente, entre 2.25% y 2.50%.
- Para 2019 aumentaron del 2.90% al 3.10% (rango 3.0% - 3.25%, por encima del nivel que se estima neutral). Y para el 2020 lo mantuvieron en 3.40%.

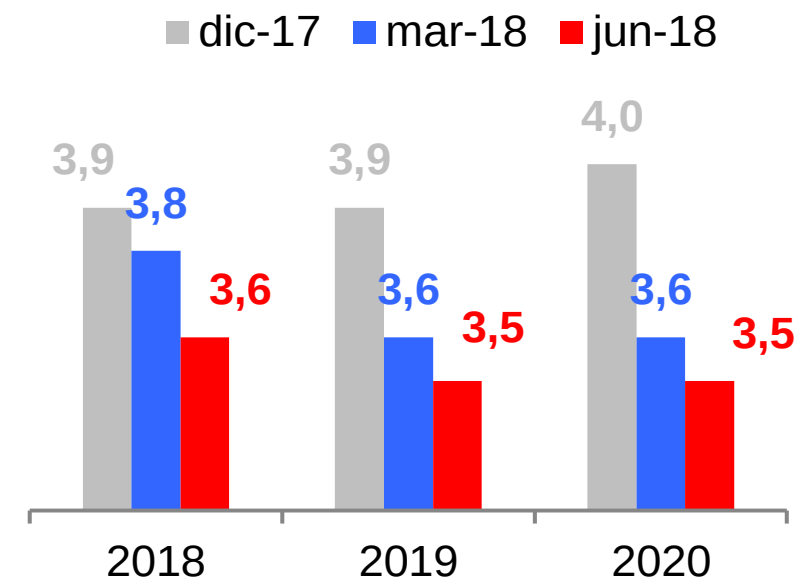
Estados Unidos

Proyecciones FED

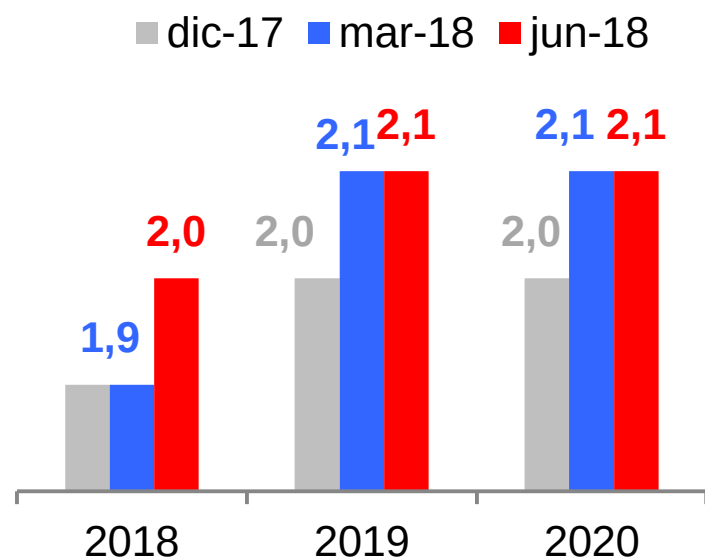
PIB



Desempleo



PCE core



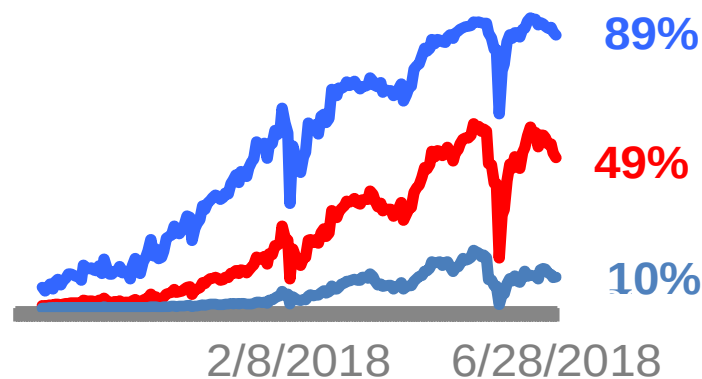
- La FED es optimista con un pronóstico de crecimiento que mejora de 2.7% a 2.8% en 2018, se mantiene en 2.4% en 2019 y cae a 2.0% en 2020 (levemente por encima del nivel neutral (1.8%).
- En materia de desempleo, nuevamente reduce su proyección a 3.6% en 2018 y a 3.5% en 2019 y 2020, por debajo el 4.50% que se estima neutral. En cuanto al PCE core, aumenta su proyección sólo para 2018 de 1.9% a 2.0%, manteniendo en 2.1% la de 2019 y 2020.

Estados Unidos

Probabilidad implícita de aumentos

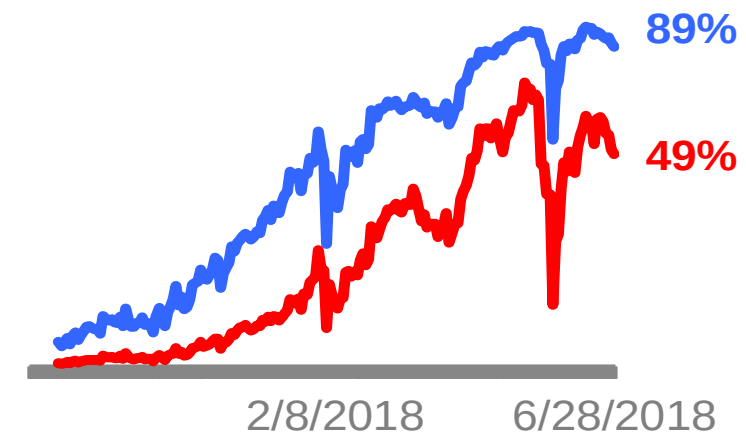
Implícitas 2018

— 3 Aumentos
— 4 Aumentos
— 5 Aumentos



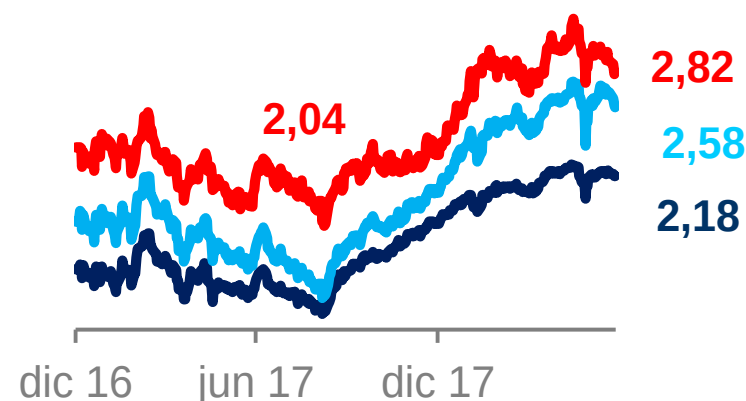
Implícitas 2018

— 3 Aumentos — 4 ó mas



Tesoros y futuros FED

— Dic 2018
— Dic 2019
— Tesoros 10Y (Eje Der)

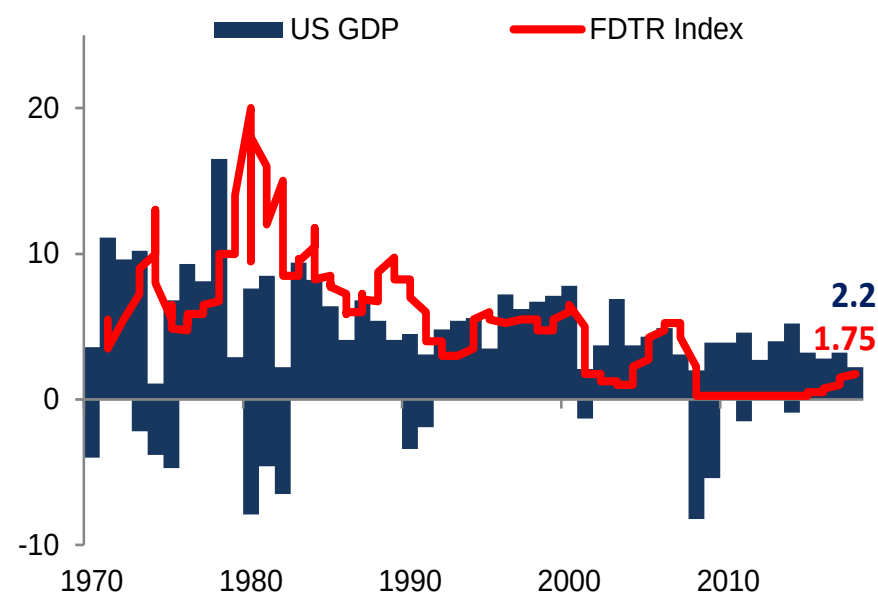


- En materia de probabilidades, el mercado venía incrementando la probabilidad de 4 aumentos, la cual se sitúa después de la reunión en 57%, lo que significa que la probabilidad es alta, pero no está plenamente descontada.
- El impacto sobre mercados fue limitado y en particular las tasas de los Tesoros descendieron al final de la semana debido al aumento en la aversión al riesgo por las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China.

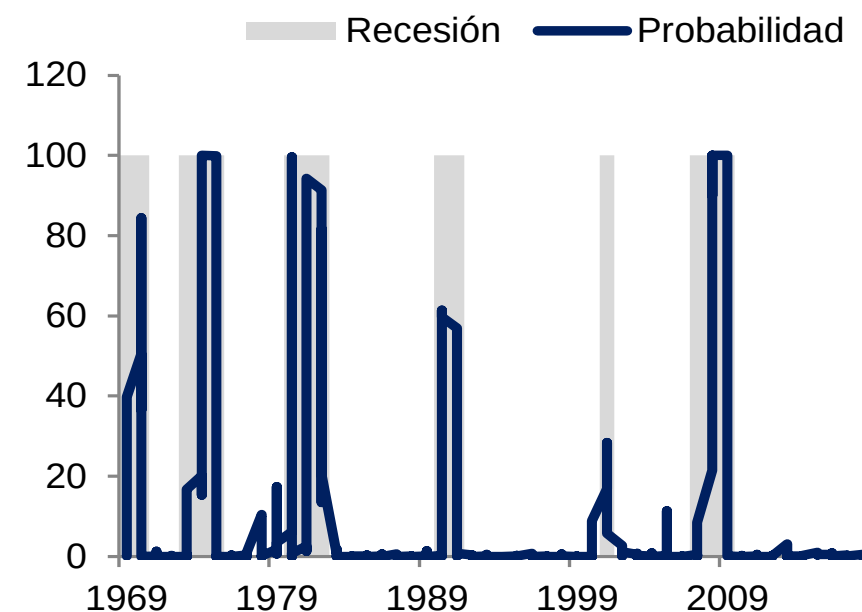
Estados Unidos

Ciclos económicos y recesión

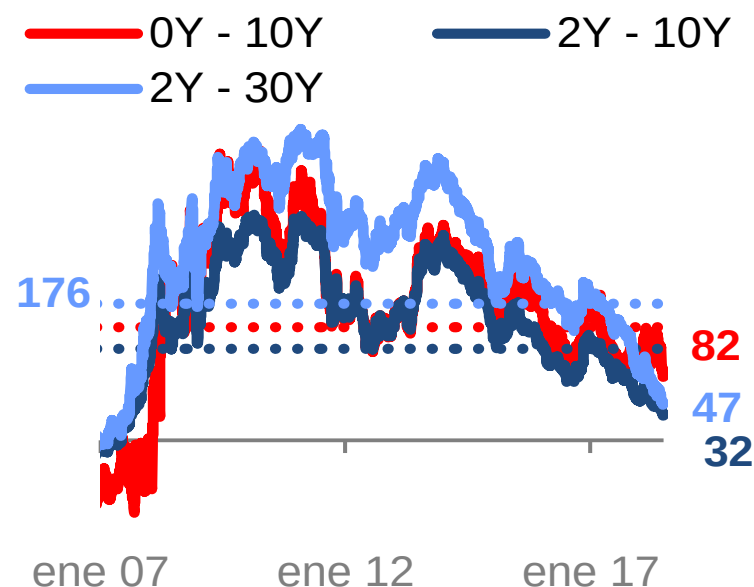
Ciclos económicos y tasa FED



Probabilidad de recesión



Spread empinamiento



- Aunque estamos presenciando uno de los ciclos más largos de expansión económica (número de trimestres), convirtiéndose en el más largo en Marzo de 2019, la probabilidad de recesión calculada por la FED de San Luis permanece en niveles bajos (0,16%).
- Así, aunque el fuerte aplanamiento de la curva de Tesoros que ha anticipado correctamente recesiones en el pasado genera algo de incertidumbre, esta podría estar distorsionada por la liquidez global y haber perdido algo de su capacidad de predicción.

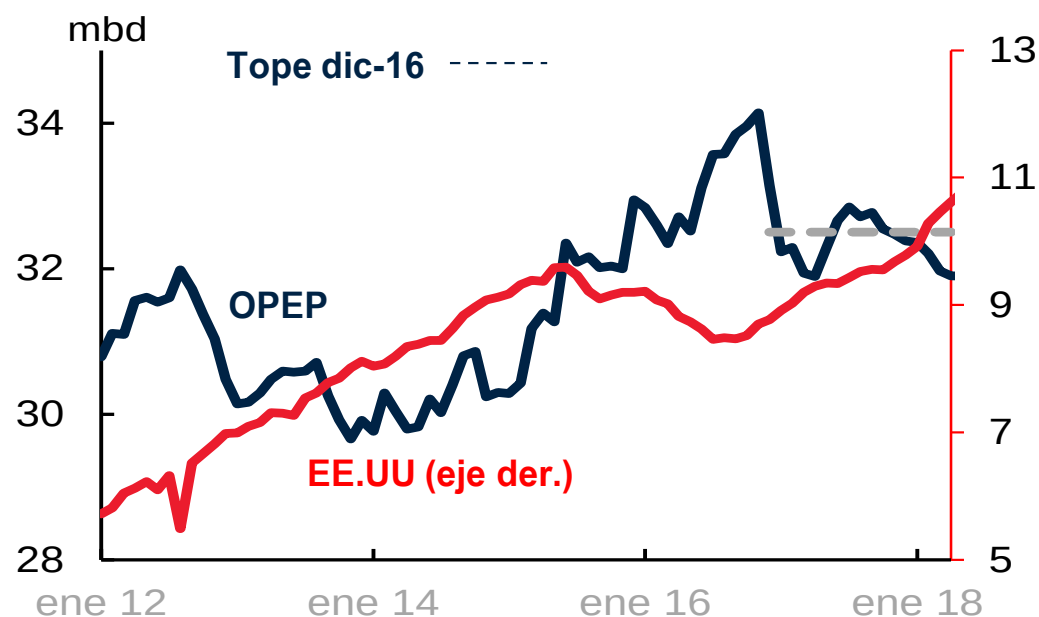
Petróleo

Las obligaciones de la fiduciaria son de medio y no de resultado.

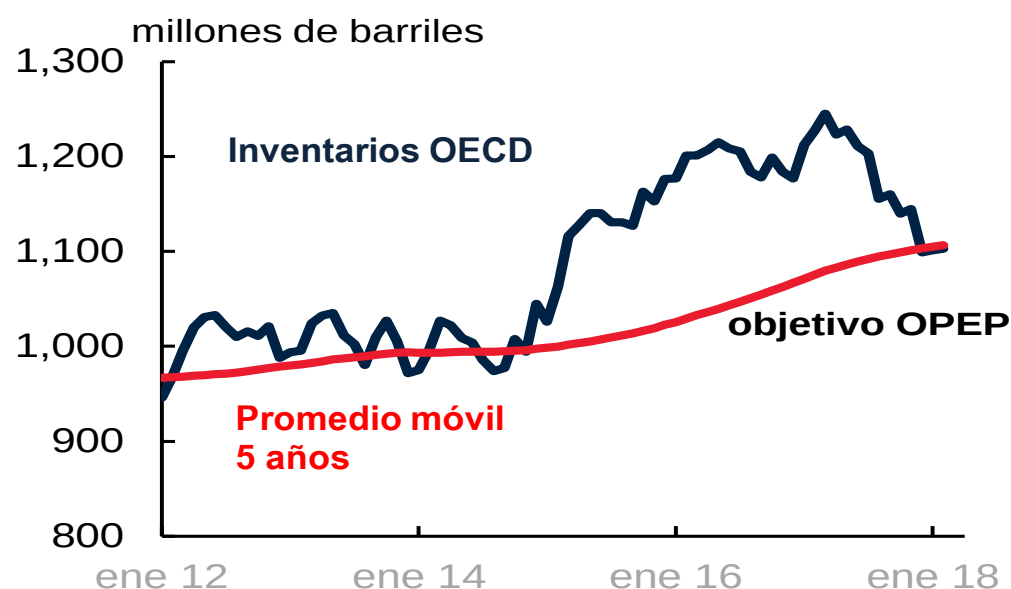
VIGILADO: SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Oferta petróleo

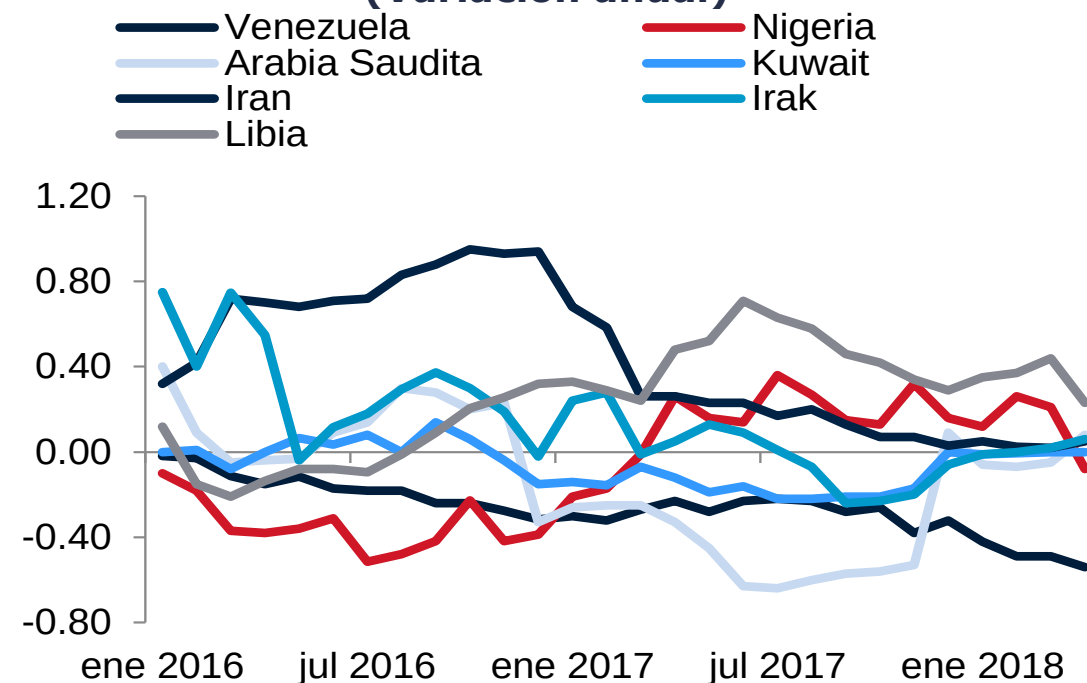
Producción OPEP vs EE.UU



Inventarios OECD



Producción OPEP por países (Variación anual)



- Después de la reunión de la OPEP y sus aliados se decidió aumentar la producción total en 1 millón de barriles diarios. El rezago de producción en países como Venezuela, Angola e Irán sería aprovechado por aquellos países que tengan mayor capacidad para aumentar su producción. Sin embargo, se espera que los aumentos reales sean de 600mil-700mil millones de barriles diarios.

Activos emergentes

Las obligaciones de la fiduciaria son de medio y no de resultado.

VIGILADO: SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

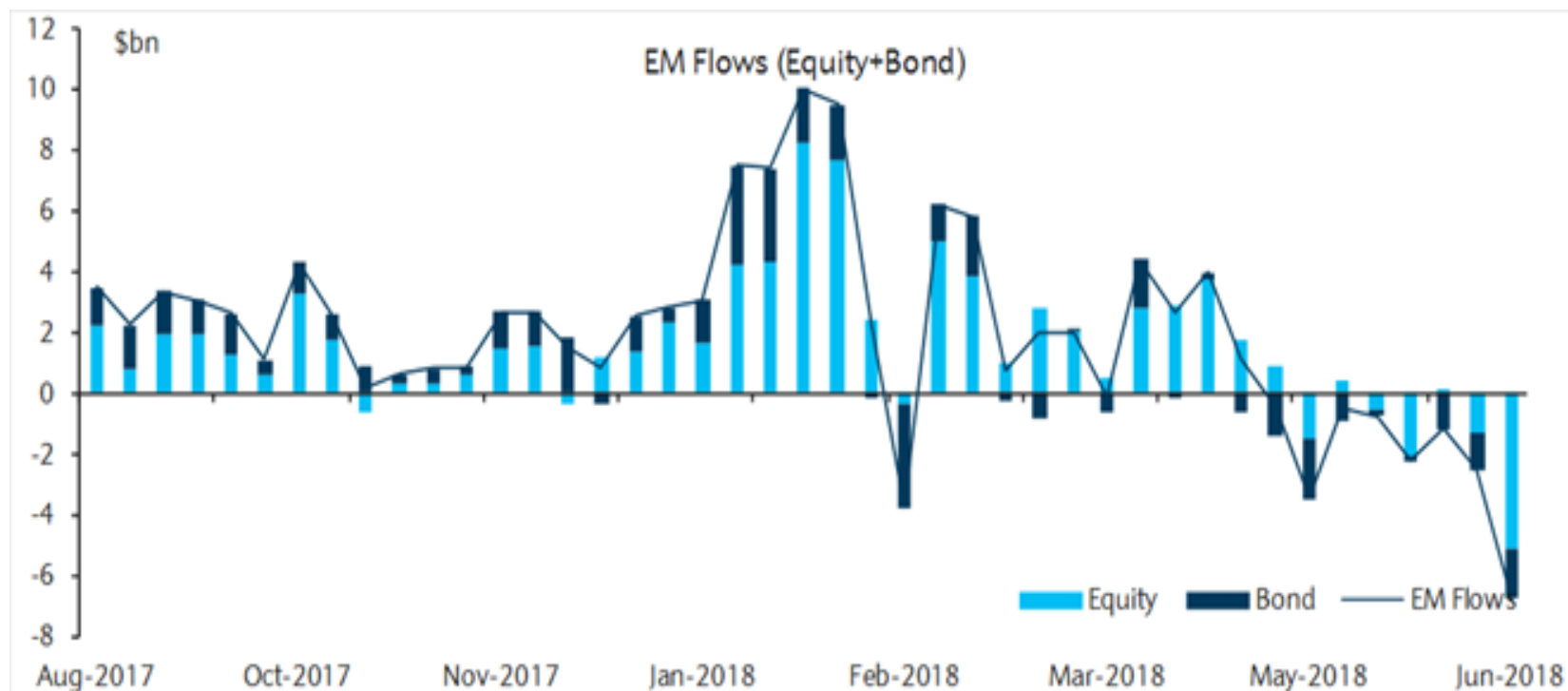
The Emerging Markets Quarterly

The art of defense

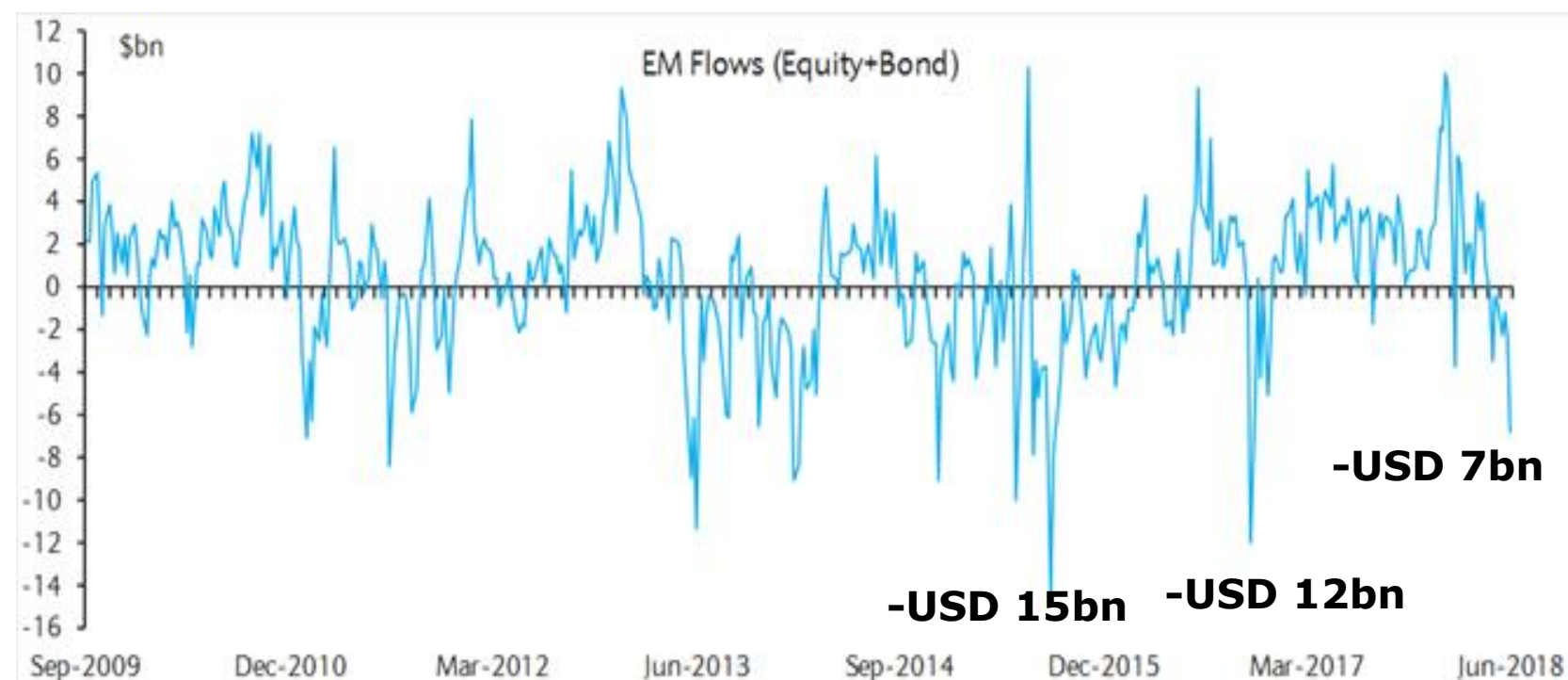
- Barclays considera probable que las condiciones que causaron el sell – off de EM en 2Q persistan en 3Q por:
 1. Divergencia entre el crecimiento económico de Estados Unidos y el mundo emergente exacerbado por las tensiones comerciales.
 2. Mayores tasas de interés en Estados Unidos.
 3. Presiones inflacionarias en EM que obligan a los bancos centrales a adoptar políticas monetarias restrictivas.
 4. Aunque las valoraciones se han ajustado generando oportunidades de entrada aún no se ven lo suficientemente baratos (FT: Todavía no es una crisis pero tampoco una oportunidad de compra).
 5. *"Aunque esto implica una posición defensiva en mercados emergentes, pensamos que la heterogeneidad ofrece muchas **oportunidades de diferenciación**, basadas en desarrollos políticos idiosincráticos, las funciones de reacción de los hacedores de política y la exposición a condiciones de liquidez más apretadas y mayores precios de petróleo".*
- **Sobre Colombia: "Continued high oil prices, reduced political risks and stimulative monetary policy should allow the Colombian economy to consolidate its recovery, with growth accelerating and the current account deficit narrowing. These factors also could help to offset the impact of the new administration's promised tax cuts, containing uncertainty on the fiscal front".**
Remanin OW.

The Emerging Markets Quarterly

The art of defense



- En la semana del 20 de junio se aceleraron las salidas de emergentes, especialmente de fondos accionarios.



- Es la salida semanal más grande desde 2016.

Authers' Note: Emerging worries

Not yet a crisis but not a buying opportunity

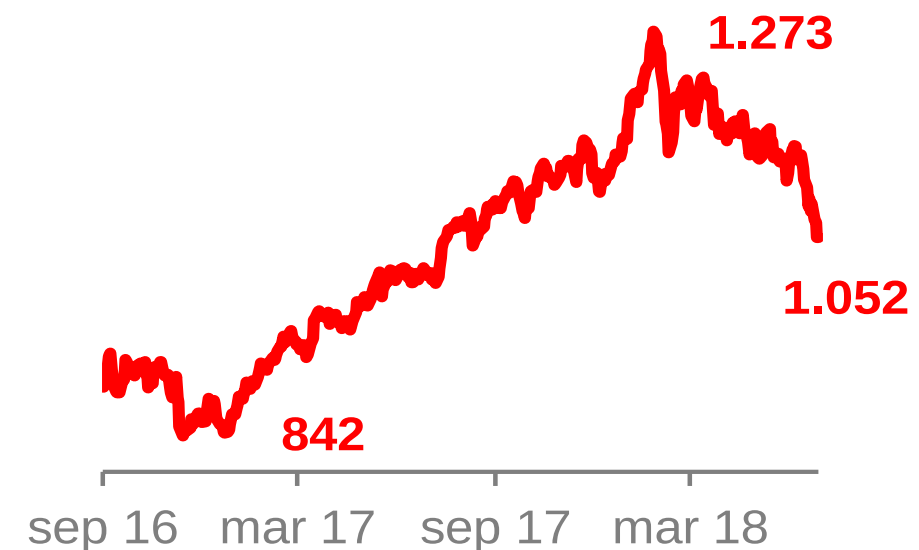
Bonos

— iShares JPMorgan EM Bonds ETF



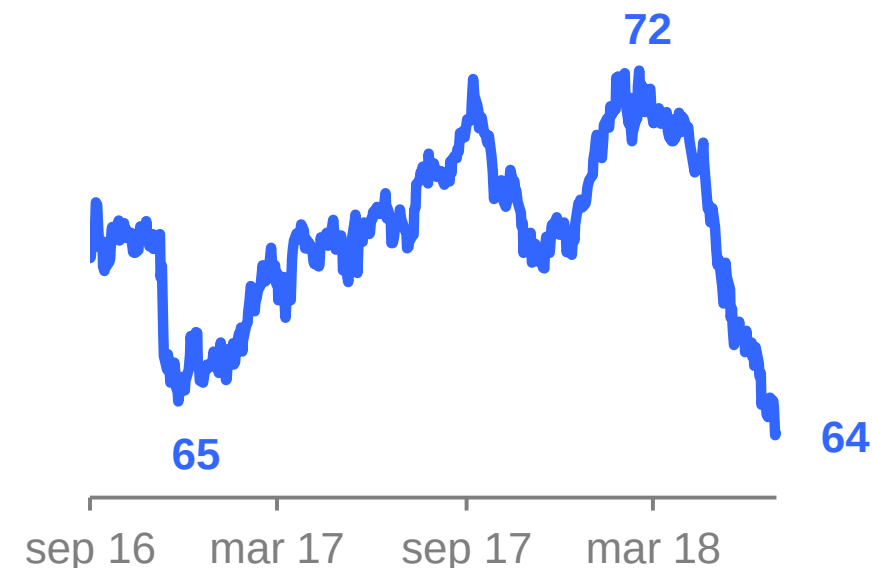
Acciones

— MSCI EM relative DM



Monedas

— JPMorgan EM FX Index

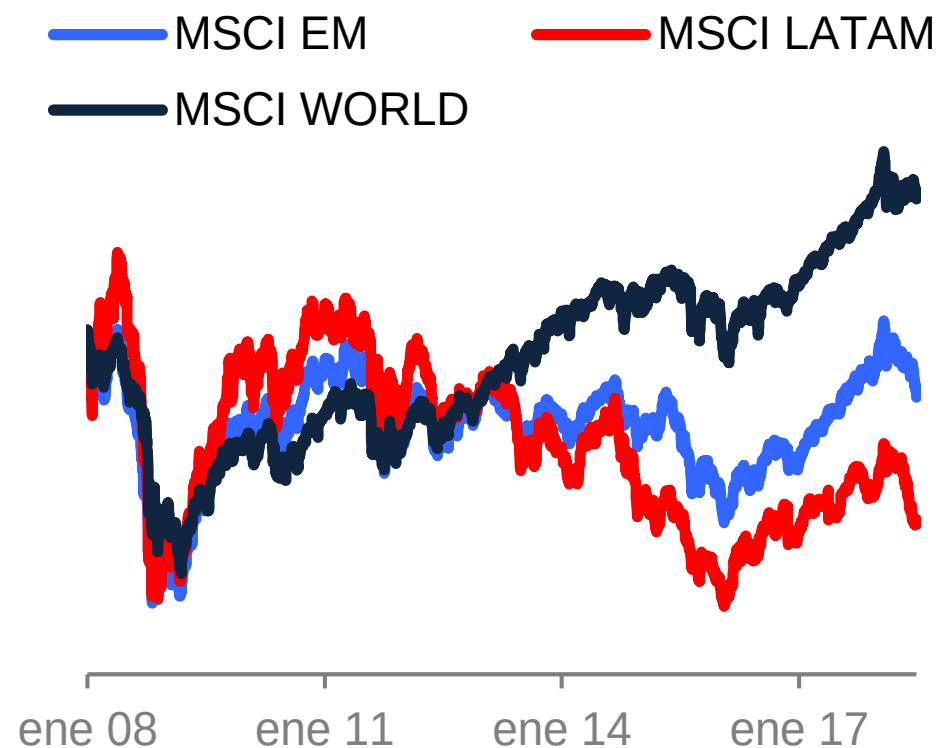


- El fortalecimiento del dólar a nivel global ha debilitado las monedas emergentes y recreado las condiciones que se vieron inmediatamente después de que Trump llegar a la presidencia hace 18 meses.
- Después de un gran período de recuperación, estamos en el mismo estado que siguió a las elecciones, cuando se pensó que la presidencia de Trump traería malas noticias para los mercados emergentes.

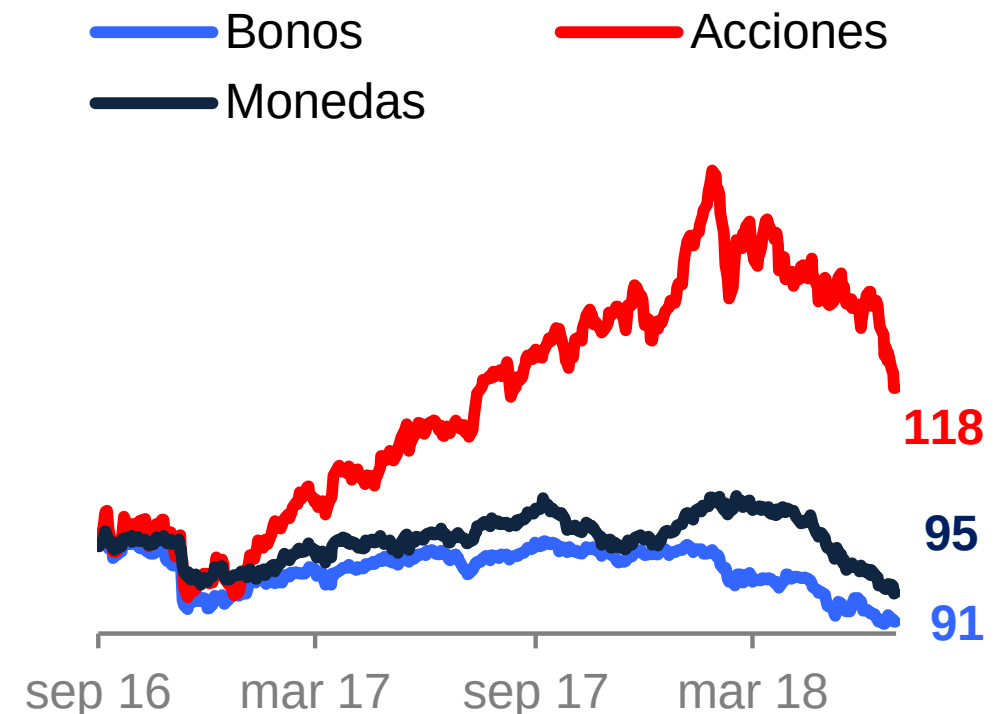
Authers' Note: Emerging worries

Not yet a crisis but not a buying opportunity

World markets' decade of decoupling



Emergentes Base 100 = Septiembre 2016

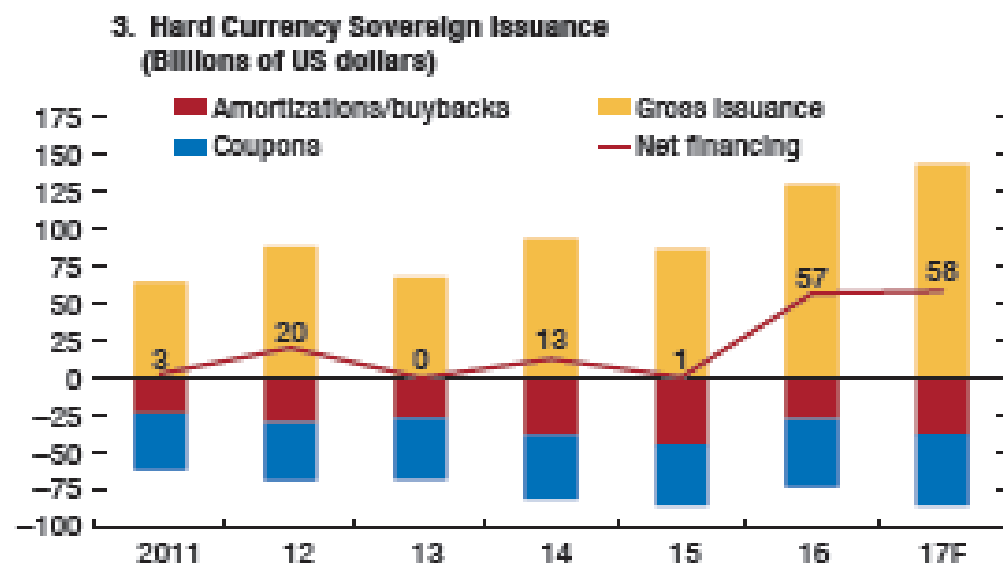


- **Es demasiado pronto para decir que la confianza se ha perdido o que una verdadera crisis está por venir, pero se ha observado un claro patrón** en el comportamiento de los mercados emergentes desde 2013 (Taper tantrum), con Lationamérica mostrando un comportamiento relativo mucho peor.
- Para Authers en un tema de flujos que han venido saliendo de emergentes con el aumento de tasas en Estados Unidos, por lo que los activos emergentes han tenido un peor comportamiento relativo.

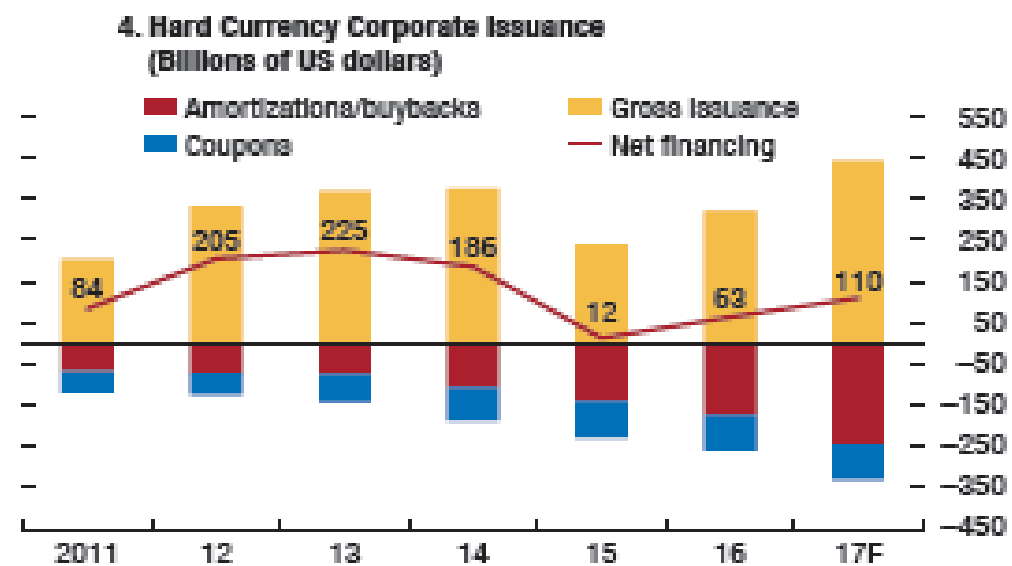
Authors' Note: Emerging worries

Informe FMI

Emerging market sovereign gross and net issuance is at record levels.



Corporate gross issuance is back to 2013–14 levels, but net issuance remains subdued.



Sources: Haver Analytics; Institute of International Finance; JPMorgan Chase & Co.; and IMF staff estimates.

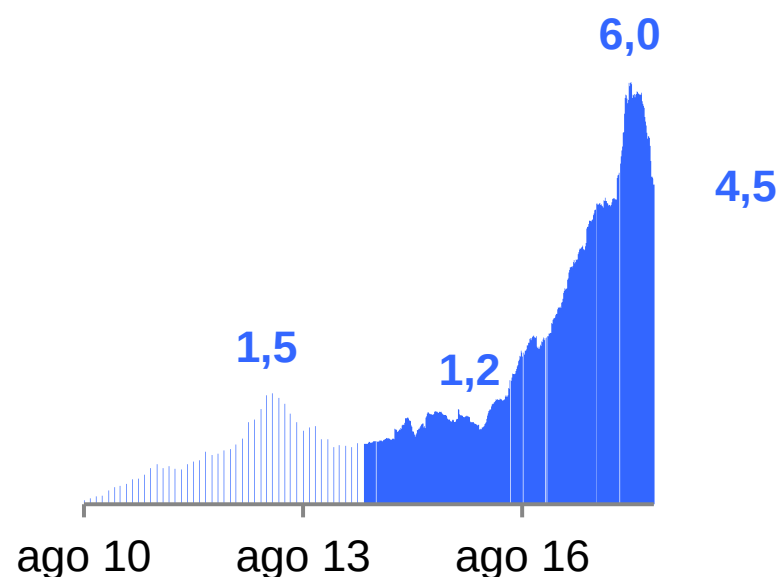
Note: Panel 2 uses four-quarter sum of GDP to 2017:Q1. Panels 3 and 4 are JP Morgan estimates. Panel 4 omits direct investment and financial derivative liabilities. EM = emerging market; F = forecast.

- Will this become a crisis? In Latin America, with its political uncertainty this year, and also in Turkey, it is plausible that a continuation of these trends could create one. This would stem from an inability to pay their dollar-denominated debts.
- Should this be a major cause of concern? Perhaps not. Emerging markets have developed deeper pools of local capital, and are not as dependent on dollar funding as they used to be. That said, these IMF estimates make clear that dollar debt issuance has been increasing. This could yet become a serious issue.
- **If the dollar stays strong and US yields remain high, we can expect an ever-closer examination of the health of emerging markets' debt.**

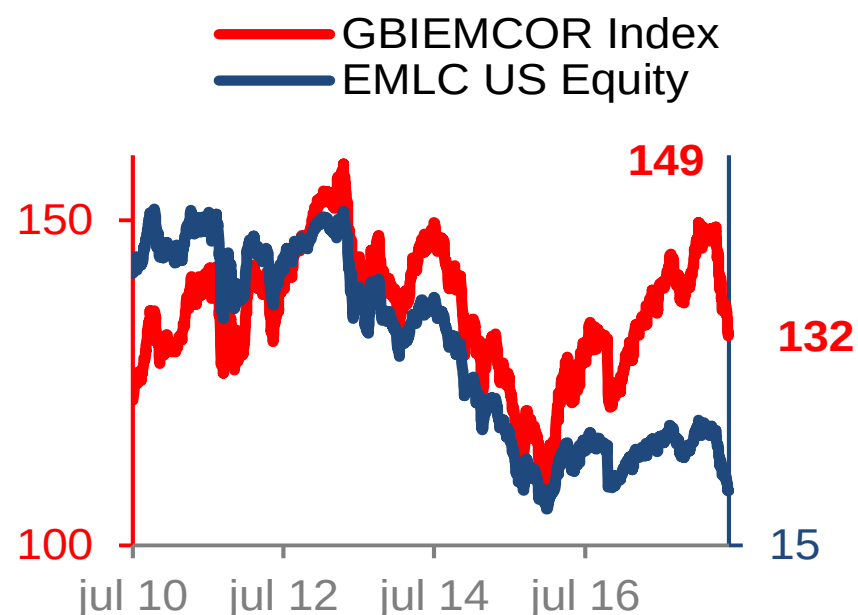
Riesgos TES

Ventas VanEck Vectors (ETF de bonos)

Valor ETF USD billones



Índices



Country Weightings (%) as of 05/31/18

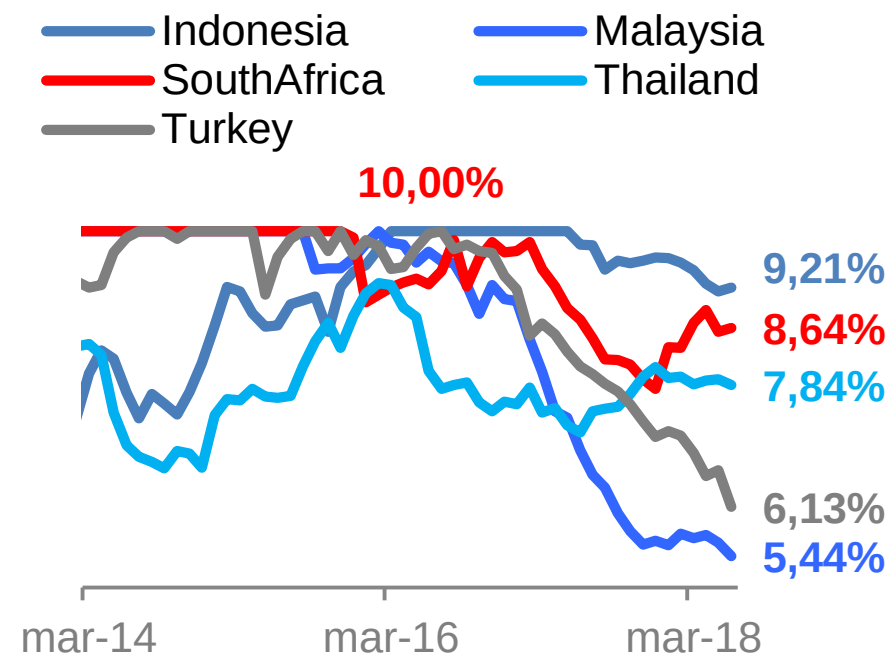


Country	% of Net Assets
BRAZIL	9.74
INDONESIA	9.09
MEXICO	9.07
POLAND	8.68
SOUTH AFRICA	8.66
THAILAND	6.32
COLOMBIA	5.66
RUSSIA	5.44
MALAYSIA	4.24
TURKEY	4.16
HUNGARY	3.55
CZECH	3.18
SUPRA-NATIONAL	3.10
PHILIPPINES	3.06
PERU	3.03

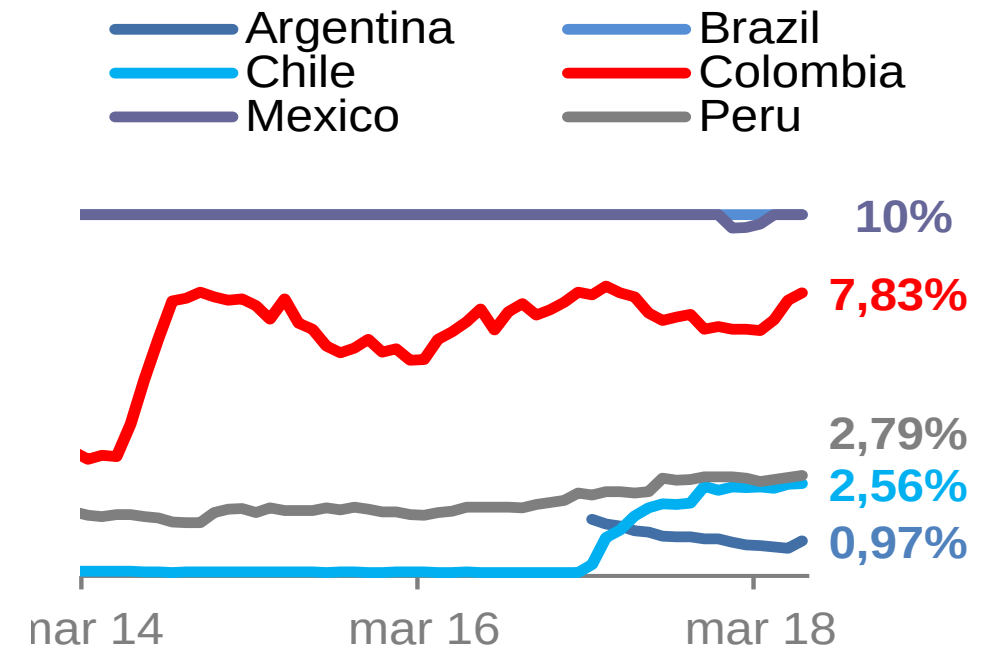
JP Morgan

Election paves the way for further outperformance

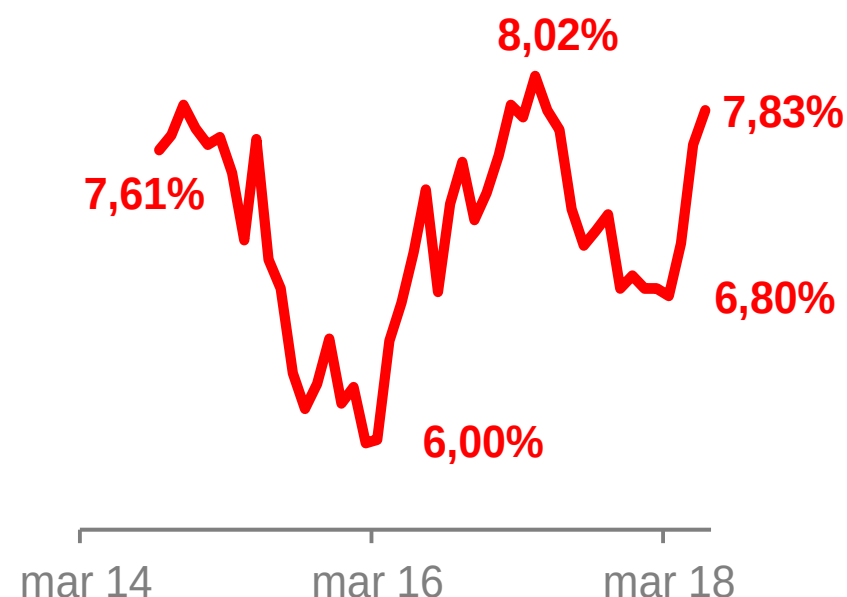
Participación EM Asia y África



Participación EM LATAM



Colombia



- **Stay OW COP and local rates in the GBI-EM Model Portfolio.**
- "Colombia is the only country in Latin America where we are bullish both FX and local bonds in our GBI-EM Model Portfolio, and although the outlook for Emerging markets seems a challenging one and Colombia will not be spared from external pressures, we expect local markets to continue outperforming relative to its Latam peers".

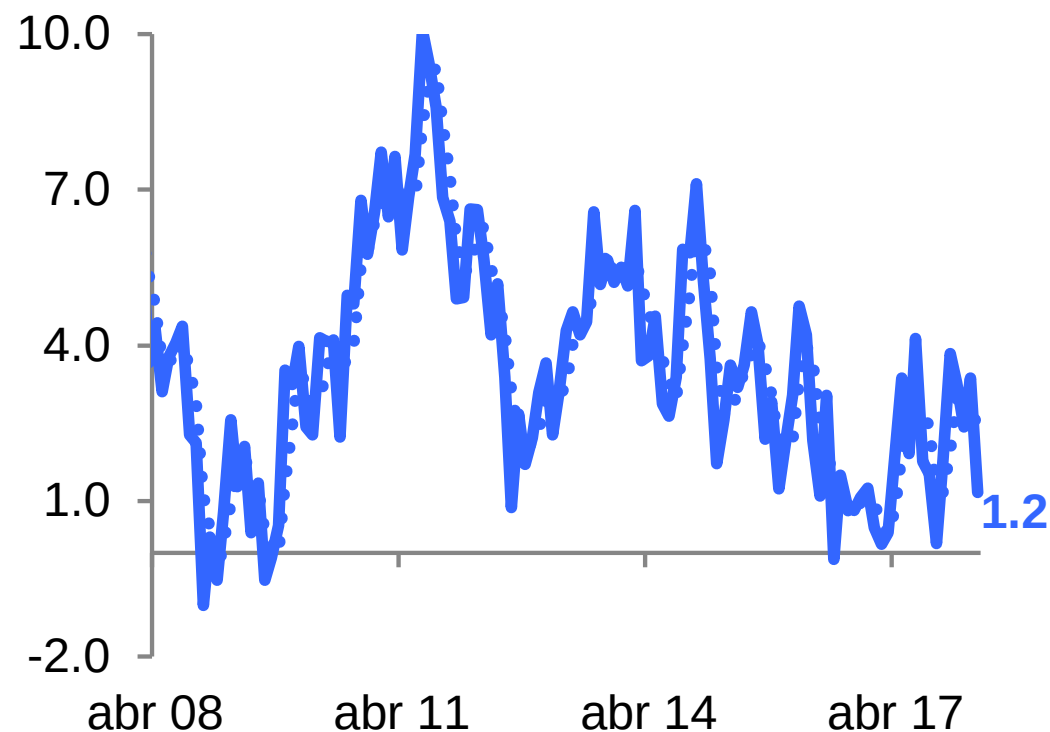
Contexto local

Las obligaciones de la fiduciaria son de medio y no de resultado.

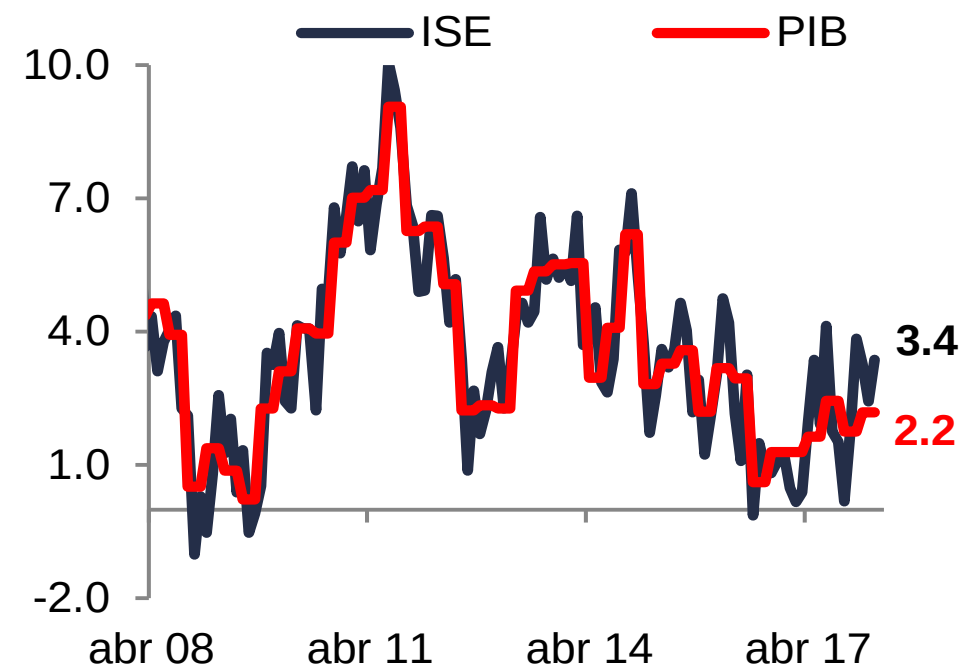
VIGILADO: SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

ISE

ISE desestacionalizado
(Variación anual %)



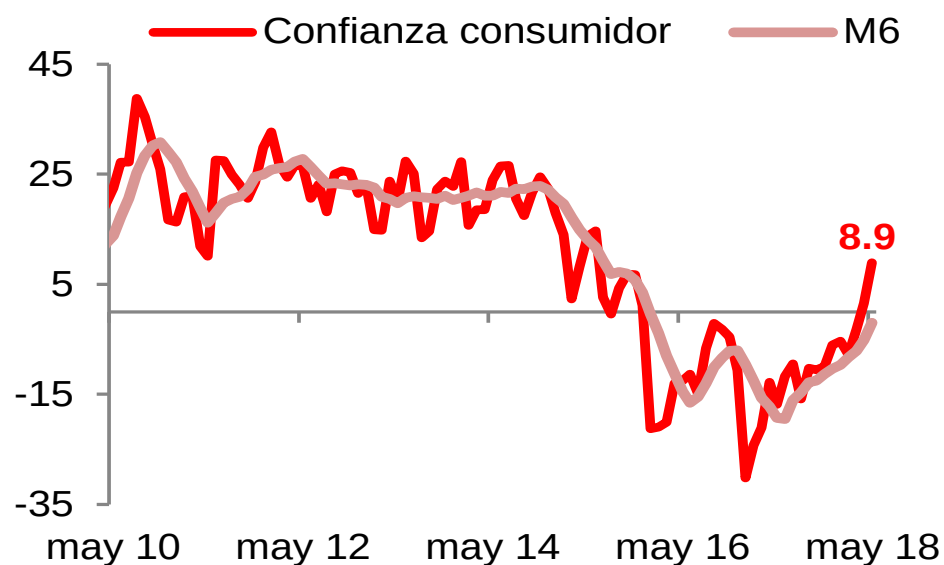
Contribución a la variación
(puntos porcentuales)



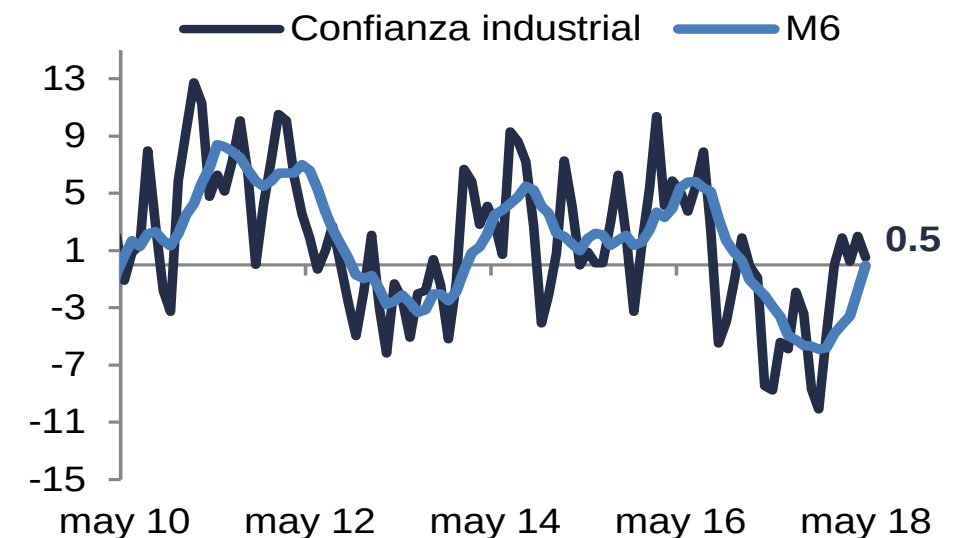
- En abril la actividad se desaceleró de 3.4% a 1.2%. En el primer trimestre el crecimiento fue de 3.0% y el PIB tuvo una variación de 2.2%. La tendencia para los siguientes meses es de recuperación de la economía.

Indicadores de confianza

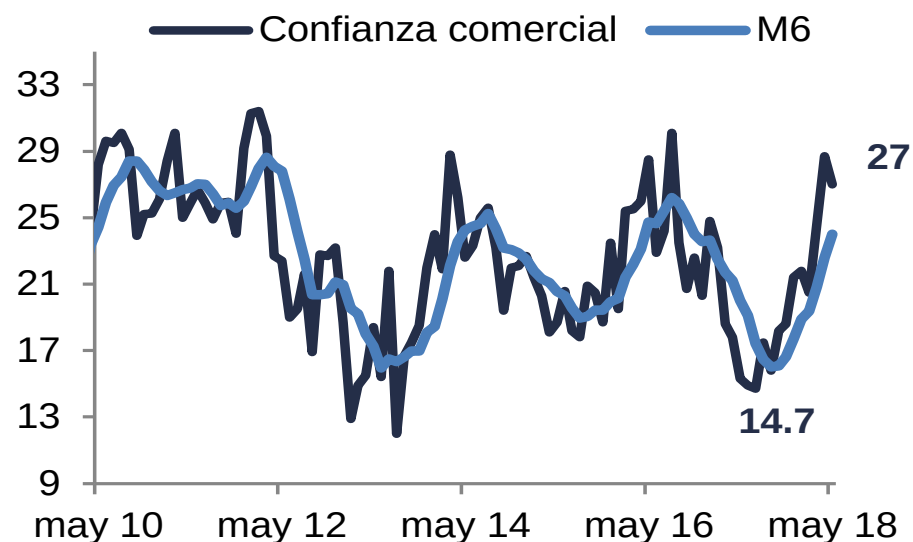
Confianza del consumidor



Confianza industrial



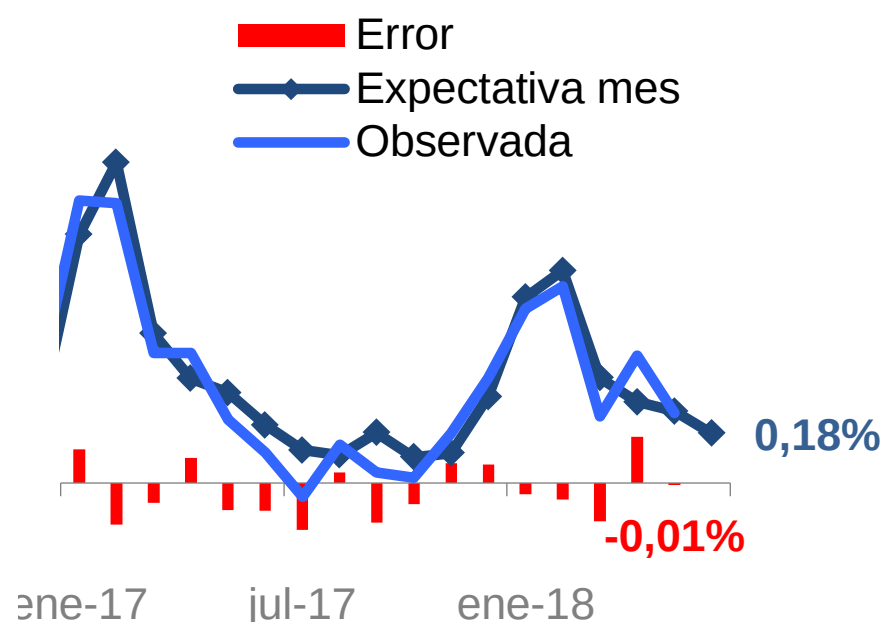
Confianza comercial



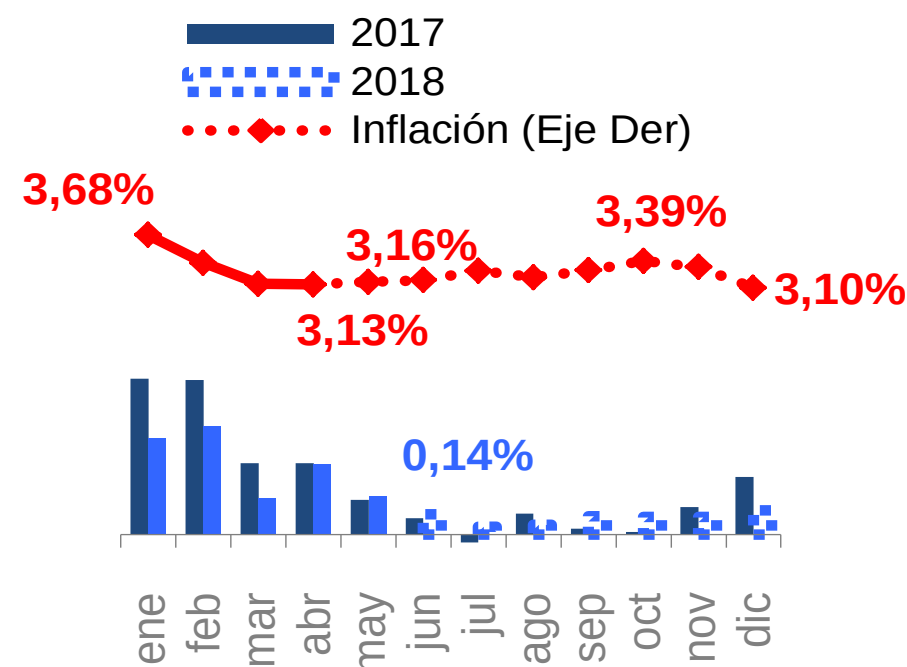
- Los indicadores de confianza mantienen la tendencia de recuperación. Por primera vez desde finales de diciembre de 2015, la confianza del consumidor se ubica en terreno positivo. Sin bien la confianza industrial y comercial se redujo frente a abril sigue manteniéndose en terreno positivo.

Inflación mayo

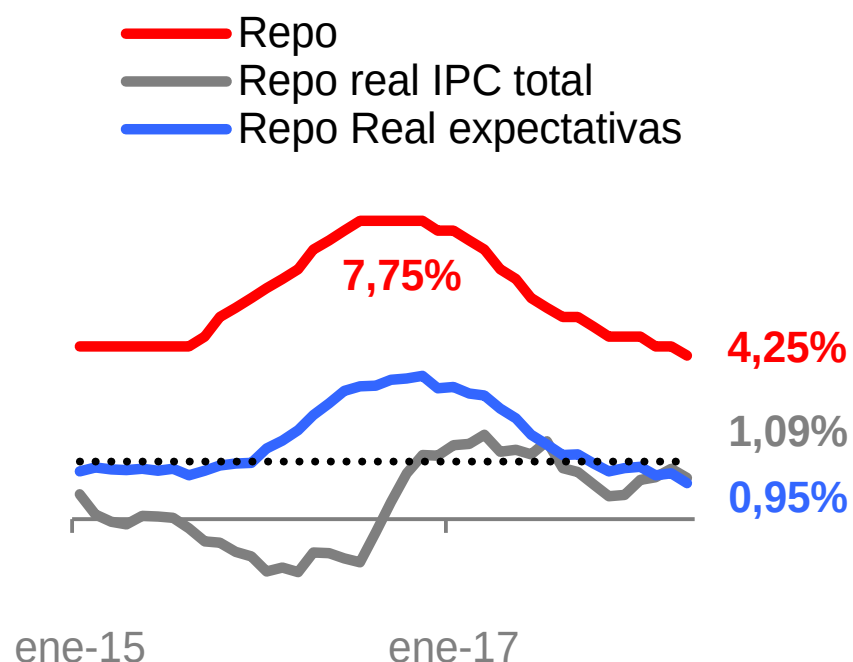
Inflación y expectativas mensual



Inflación y expectativas



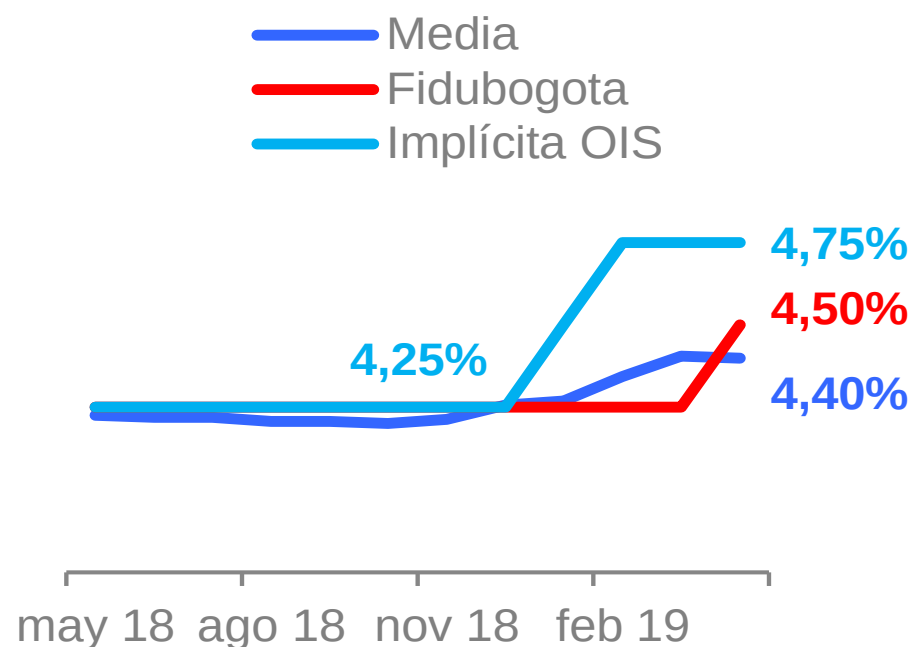
Repo real



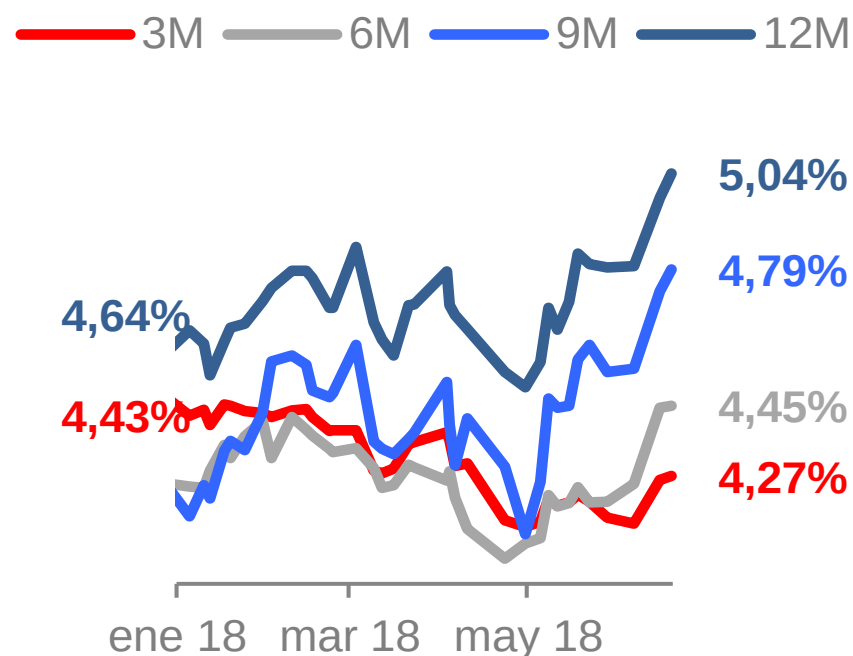
- La inflación de mayo se situó en 0.25% en línea con lo esperado por el mercado (0.26%), con lo cual la inflación anual aumentó levemente de 3.13% a 3.16%.
- Según nuestras proyecciones el mínimo anual de inflación se alcanzó en abril y a partir de este momento ascendería moderadamente hasta 3.39% en octubre y cerraría el 2018 en 3.10%.
- La encuesta del BR se sitúa en 3.36%.

Política monetaria

Encuesta BR y trayectoria implícita

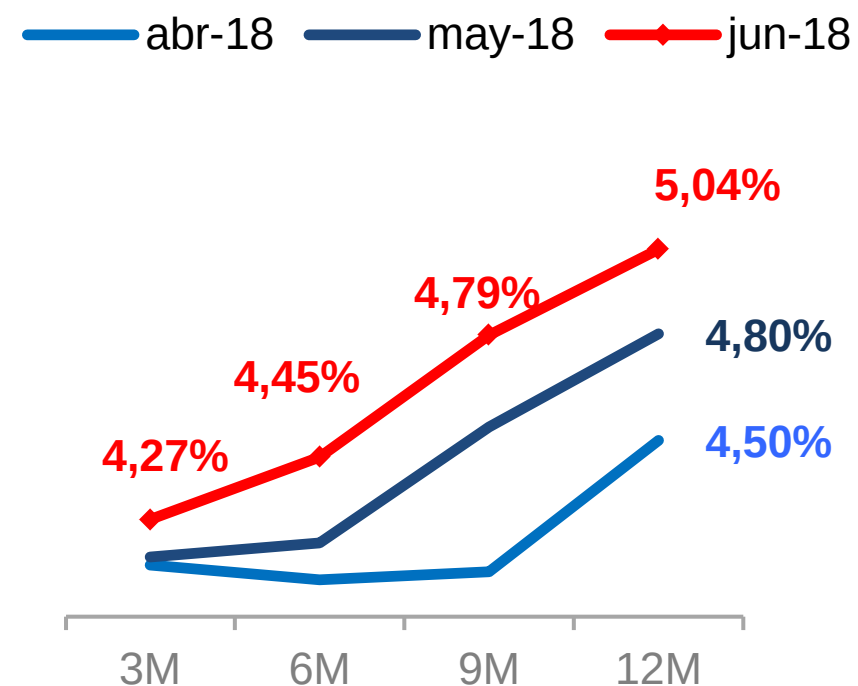


Implícitas Swap IBR



Fuente: DANE. Cálculos: Estudios Económicos Fidubogotá.

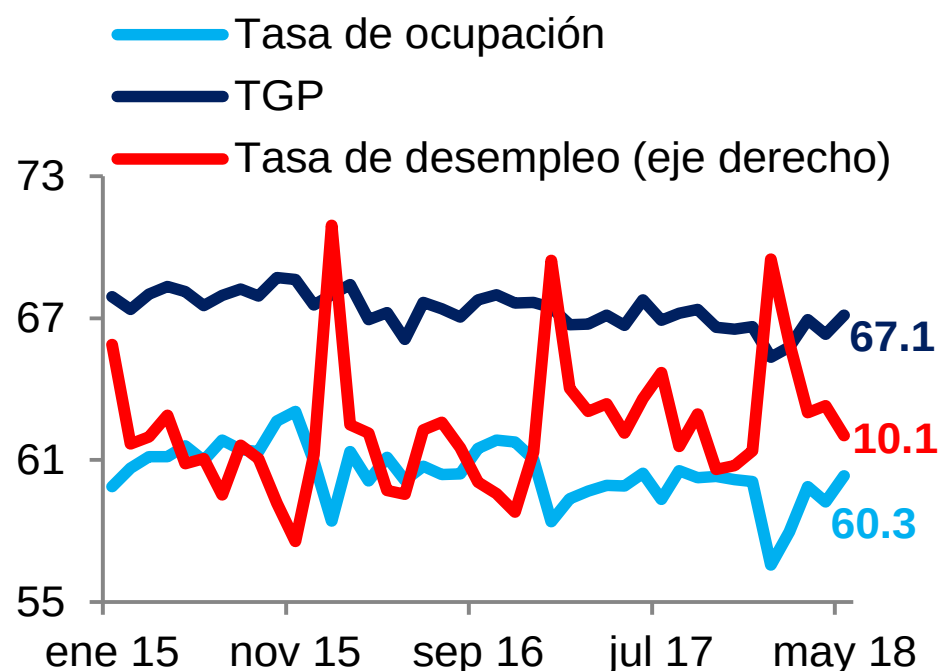
Curva Swap IBR



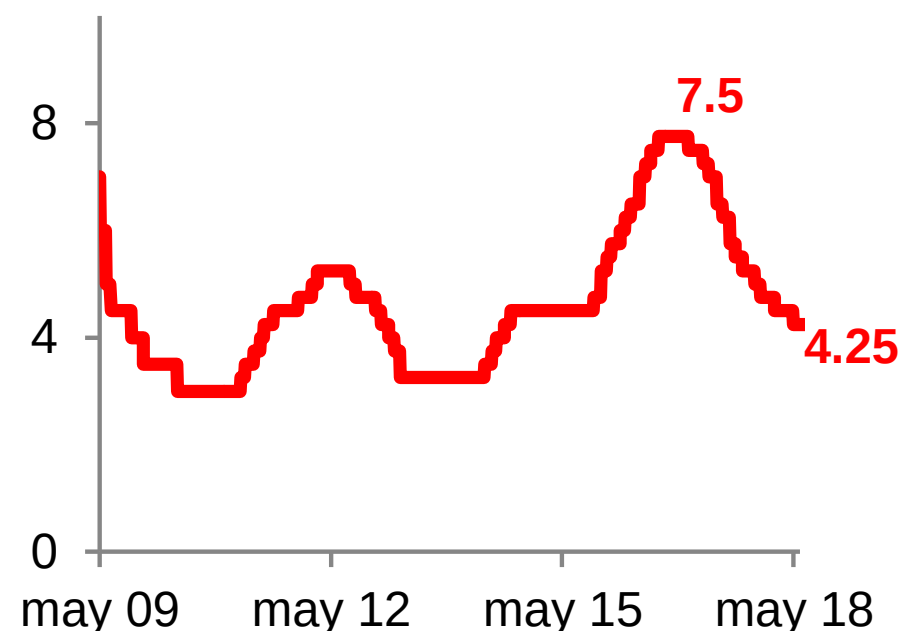
- Aunque la inflación y las expectativas se encuentran ancladas, las mejoras en crecimiento económico y la expectativa del BR de un crecimiento de 3.7% en 2019, implicaría que la brecha del producto se cierra el próximo año, por lo cual el mercado está descontando que llevarían la tasa hacia un nivel más neutral tan pronto como en diciembre.

Desempleo y política monetaria

Desempleo



Tasa Banco de la República



- La tasa de desempleo de mayo fue de 9.7% superior al dato de mayo del año pasado (9.4%), mientras que la tasa de desempleo urbano fue 10.1%.
- El Banco de la República mantuvo la tasa en 4.25% en línea con lo que esperaba el mercado y mantuvo su pronóstico de crecimiento de 2018 en 2.7%.

Estudios Económicos de Fidubogotá

**ALEJANDRA MARÍA
RANGEL PALOMINO**
**Gerente de Estudios
Económicos**

arangel@fidubogota.com
7420771 Ext. 8273

LAURA BECERRA CARDONA
**Especialista de Estudios
Económicos**

lbecerra@fidubogota.com
7420771 Ext. 8272

Suscripciones:

arangel@fidubogota.com
mercadeofidubogota@fidubogota.com

Sitio web:

<http://www.fidubogota.com>

Condiciones de uso: Este documento fue realizado por la Gerencia de Estudios Económicos de FIDUCIARIA BOGOTÁ S.A. La información contenida en el mismo está basada en fuentes consideradas confiables con respecto al comportamiento de la economía y de los mercados financieros. Sin embargo, su precisión no está garantizada y no constituye propuesta o recomendación alguna por parte de FIDUCIARIA BOGOTÁ S.A. para la negociación de sus productos y servicios. De igual forma, las opiniones expresadas no reflejan la opinión de FIDUCIARIA BOGOTÁ S.A. por lo cual la entidad no se hace responsable de interpretaciones o de distorsiones que del presente informe hagan terceras personas. El uso de la información y cifras contenidas es exclusiva responsabilidad de cada usuario. La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa y fue preparada sin considerar los objetivos de los inversionistas, su situación financiera ó necesidades individuales, por consiguiente la información contenida en este documento no puede ser considerada como una asesoría, recomendación u opinión acerca de inversiones, la compra ó venta de activos financieros. FIDUBOGOTÁ no asume responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión ó el uso de la información contenida en este documento. La información contenida en este informe se encuentra dirigida únicamente al destinatario de la misma y sólo podrá ser usada por él. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia ó distribución que se haga de esta se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente telefónicamente ó por este medio. Cualquier inquietud ó sugerencia comuníquese al correo arangel@fidubogota.com o a lbecerra@fidubogota.com