

La esperada primavera

En 2019 continuará la transición de la economía colombiana hacia un mayor crecimiento, lo cual deberá reflejarse tanto en el crecimiento como en la calidad de la cartera de los créditos. Los establecimientos de crédito cuentan actualmente con el capital suficiente para expandir sus activos, y tendrán el dilema de incrementar la cartera en un momento en el que la calidad de esta no ha comenzado a recuperarse. Por otro lado, el aumento de la tasa repo de BanRep en 2019 deberá mejorar el Margen Neto de Intermediación.

› CONTEXTO (PAG. 3)

› PUNTO DE PARTIDA (PAG. 6)

Como referencia de ajuste para nuestras proyecciones de crecimiento de 2019, comparamos la proyección anual para 2018 realizada en abril, con el crecimiento anual que registraba la cartera y los depósitos al cierre de agosto. Creemos que el mayor deterioro frente al esperado también implica una mayor certeza respecto a estar en el punto bajo del ciclo para todas las modalidades de crédito. Además, explicamos el estado actual de algunas variables que han tenido incidencia sobre el desempeño de la banca colombiana.

› EXPECTATIVAS 2019 (PAG. 10)

Estimamos un crecimiento nominal de 7.7% para la cartera total y 7.6% para los depósitos en 2019, levemente superiores al crecimiento nominal esperado de la economía colombiana, en esta sección también incorporamos nuestras expectativas de tasas de interés. Adicionalmente evaluamos la evolución y el impacto a nivel local de las perspectivas en Centroamérica, la banca internacional, innovación, y el impacto de la ley de financiamiento sobre el desempeño de las principales variables del sistema financiero.

› CARTERA E INVERSIONES EN 2019 (PAG. 14)

En esta sección presentamos nuestras expectativas de crecimiento y calidad de cartera por modalidad, depósitos, portafolio de inversión, liquidez y rentabilidad de la banca colombiana.

› ANEXO: LA CARTERA COMERCIAL POR SECTORES Y DESEMPEÑO CORPORATIVO

Analizamos la evolución de las cinco mil operaciones más representativas dentro de la cartera de crédito comercial discriminada por sectores, y verificamos la relación entre el desempeño de cada cartera y las ventas de los emisores de acciones incluidos en el índice COLCAP.

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

+57 1 3538787. Ext 6163

andres.duarte@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra Pérez

Analista de Investigaciones Económicas

+57 1 3538787 Ext. 6196

laura.parra@corficolombiana.com

Contenido

LA ESPERADA PRIMAVERA	3
<i>Contexto</i>	<i>3</i>
<i>Punto de partida</i>	<i>6</i>
<i>Expectativas 2019 - Variables que van a incidir en el desempeño de 2019</i>	<i>10</i>
<i>Cartera e inversiones en 2019:</i>	<i>14</i>
ANEXO 1: LA CARTERA COMERCIAL POR SECTORES Y DESEMPEÑO CORPORATIVO.....	21
ANEXO 2: MARGEN NETO DE INTERESES AJUSTADO Y RESULTADOS RECIENTES DE LOS PRINCIPALES BANCOS DEL PAÍS	24
EQUIPO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS	28

La esperada primavera

Nota Aclaratoria: El presente análisis se concentra en los Establecimientos de Crédito (EC), sin incluir a las Instituciones Oficiales Especiales (IOEs). Aunque parte de la operación los EC colombianos está en Centroamérica y tenemos en cuenta la incidencia de dicha operación a lo largo del análisis, a menos que se indique lo contrario, las cifras hacen referencia a las operaciones en Colombia.

Contexto

El cierre de 2018 y el inicio de 2019 llegan en un momento de transición para la economía colombiana y por consiguiente para la banca, que se ha visto notablemente afectada por condiciones particulares de la cartera comercial (Gráfico 1). Si bien hay consenso en relación a una situación económica más favorable en 2019 frente a 2018, y el nivel de capitalización de la banca local le permitiría expandir la cartera de créditos significativamente.

En este sentido, el dilema de los EC respecto a aumentar la cartera a pesar del bajo nivel de calidad de esta última no es nuevo. Sin embargo, y a pesar de que una parte significativa del deterioro en la calidad de la cartera tiene que ver con operaciones puntuales de la cartera comercial (Electricaribe, SITP, Ruta del Sol), creemos la recuperación del crecimiento de la cartera va a requerir que este deje de deteriorarse, y para 2019, la continuación del reconocimiento de las provisiones relacionadas, puede impedir un mayor crecimiento de la colocación. El crecimiento moderado de esta última, junto con la mejora en las mediciones de solvencia con la aplicación de Basilea III, puede resultar en la pérdida de protagonismo de la banca local en el mercado de capitales.

Tal como el año pasado, la situación de la banca es tal que le va a permitir soportar e inclusive catalizar el crecimiento económico del país. En cuanto a Centroamérica, no esperamos mayores cambios o novedades, más allá de que en 2017, el factor de preocupación de cara al siguiente año era la situación crediticia del gobierno de El Salvador, y este año lo es la situación fiscal de Costa Rica.

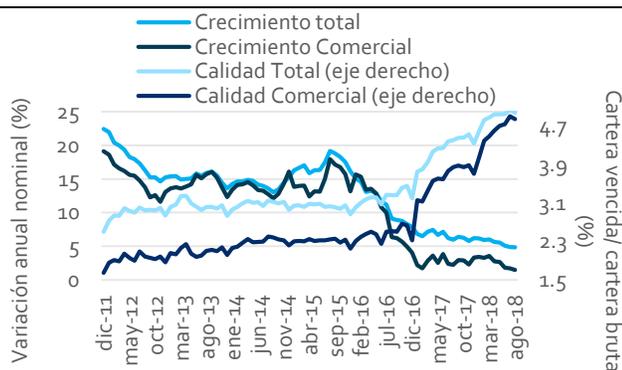
Normalmente, el crecimiento de la cartera se asocia de manera positiva con el crecimiento de la economía, mientras que la calidad (relación entre la cartera vencida y la cartera bruta) muestra una relación inversa y se mueve con cierto rezago frente a la economía. Durante 2018, se acentuó la relación directa entre el crecimiento de la cartera y el PIB, junto con la relación inversa de estos con la calidad de la cartera, solo que esta se deterioró más de lo que estábamos esperando (Gráfico 2).

Al finalizar 2017 anticipábamos un crecimiento de la cartera bruta de 10.2% a/a nominal para 2018 (en adelante, todos los crecimientos serán anuales a menos que especifiquemos lo contrario), que de acuerdo con nuestro pronóstico actual de inflación (esperamos una inflación de 3.3% para 2018), equivale a un crecimiento real de 6.7% (ver “Sistema Financiero: Oscuro antes de amanecer” en [Informe Anual – Diciembre 6 de 2017](#)). En nuestros editoriales Amanecer Tardío en [Informe Semanal: Junio 18 de 2018](#) y Algo es Algo en [Informe Semanal: Agosto 27 de 2018](#) corregimos nuestra estimación a la baja (a 5.7% a/a nominal, utilizando la información publicada hasta el mes de mayo), dada la desaceleración más profunda de lo que anticipábamos de la cartera comercial, debido a la postergación de las decisiones de inversión por parte de las empresas colombianas ante la incertidumbre electoral, junto con el menor aporte de las obras de infraestructura 4G y la debilidad del sector construcción en general.

Al analizar el comportamiento de la cartera por modalidad, es evidente que 2018 será un año menos dinámico para la cartera comercial. Esta modalidad se ha visto especialmente afectada por el mal desempeño de la construcción no residencial, además de la desaceleración del componente de moneda extranjera que ha frenado el avance de los créditos del sector corporativo. Vale la pena recordar que la formación bruta de capital se desaceleraría frente a 2017 pese a i) la recuperación de la confianza empresarial e industrial y ii) el hecho de que ha aumentado la producción industrial excluyendo la refinación de petróleo, por lo que el débil comportamiento de la cartera comercial también estaría explicado por dicha desaceleración.

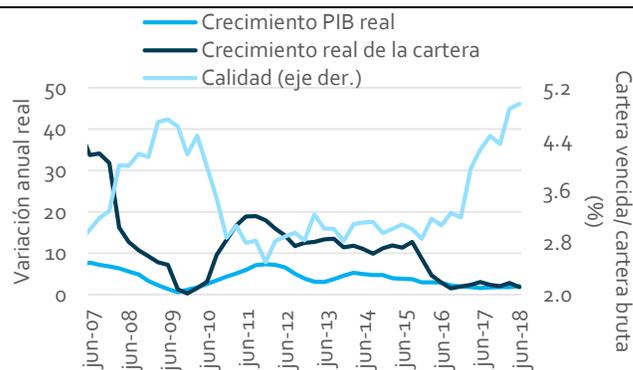
En cuanto a la calidad de la cartera, anticipábamos una recuperación tardía de dicho indicador, teniendo en cuenta la reacción rezagada del cumplimiento de las obligaciones financieras con respecto al crecimiento económico. Cabe recordar que el efecto del deterioro de operaciones puntuales sobre la calidad de la cartera comercial continuó hasta el cierre de 2018 y va a continuar siendo una variable relevante en 2019, toda vez que de Electricaribe, Ruta del Sol I y II y SITP, únicamente Electricaribe habrá sido provisionada por completo.

Gráfico 1: Cartera total y cartera comercial



Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 2: PIB, crecimiento de la cartera y calidad



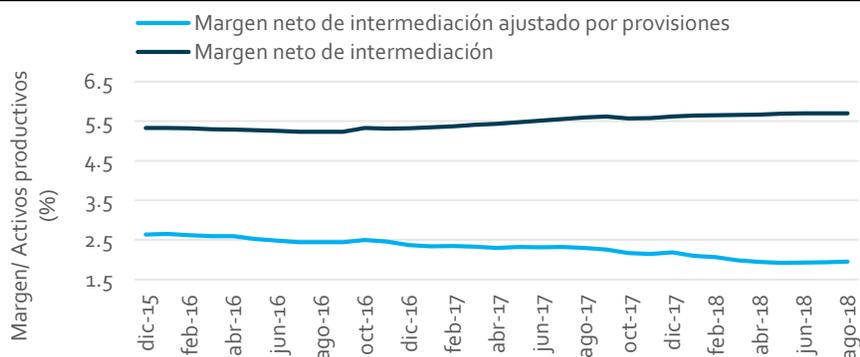
Fuente: Superfinanciera, DANE. Cálculos: Corficolombiana

Por su parte, para la cartera de consumo preveíamos una desaceleración continua hasta abril y a partir de este punto su crecimiento superaría 9% nominal (5.5% real). Lo cierto es que esta cartera no sufrió la desaceleración prevista. Durante 2018, los sectores relacionados con el consumo privado evidenciaron un mejor desempeño, impulsado por un repunte de la confianza de los hogares. Ello reforzó la estrategia por parte de los establecimientos crediticios de aumentar su exposición a esta modalidad de crédito, que aumentó 0.6 p.p. en lo corrido del año hasta agosto, en busca de un mayor margen de intermediación –MNI–. Más que las alarmas en relación al elevado nivel de endeudamiento de los hogares colombianos, resaltamos el hecho de que buena parte del crecimiento de esta cartera, se ha dado a costa de su calidad, que se ha deteriorado 1.1 p.p. desde el cierre de 2017.

En cuanto a la cartera de vivienda, al final de 2017 anticipábamos crecimientos superiores al 15% en términos nominales (11.3% real) en 2018, impulsada especialmente por el nivel de las tasas de interés. Sin embargo, en nuestro informe “Amanecer tardío”, revisamos nuestro pronóstico a la baja alrededor de 10% nominal. De acuerdo con la información disponible a agosto, el crecimiento de la cartera en 2018 sería de 11.7% (8.1% real), por lo que se ha reducido el stock de vivienda. En cuanto a la calidad de esta modalidad, se ha registrado un deterioro de 40 pbs anual, en línea con la desaceleración en el crecimiento de la colocación. Por último, la modalidad de microcrédito se ha desacelerado, en línea con el comportamiento de la cartera comercial.

Por otro lado, en cuanto a los resultados financieros de los emisores del sector, anticipábamos un deterioro ocasionado por mayores provisiones y un menor margen neto de intereses, por el bajo crecimiento de la cartera y la incorporación del ciclo bajista de BanRep en las tasas de captación y colocación, expectativa que ha resultado acertada de acuerdo con los resultados trimestrales de los emisores. Más allá de destacar que bajo un contexto de disminución en las tasas de referencia los bancos han logrado mantener e inclusive mejorar su Margen Neto de Intermediación (MNI), nos preocupa que este margen se viene manteniendo en parte a partir de un crecimiento agresivo en la cartera de consumo, junto con el

Gráfico 3: Margen de intermediación de los bancos colombianos



Fuente: Superintendencia Financiera. Cálculos: Corficolombiana

deterioro en la calidad de la cartera, que resulta en una disminución en las utilidades, en línea con el deterioro del MNI (Gráfico 3). Finalmente, en lo que concierne al fondeo, la relación de cartera a depósitos se situó en 117.2% en julio, de acuerdo con lo que anticipábamos.

Punto de partida

Como referencia de ajuste para nuestras proyecciones de crecimiento de 2019, comparamos la proyección anual para 2018 realizada en abril, con el crecimiento anual que registraba la cartera y los depósitos al cierre de agosto. De acuerdo con lo anterior, estábamos sobreestimando al crecimiento de la cartera en 93 pbs y el de los depósitos en 59 pbs. La sobreestimación de la cartera comercial de 190 pbs (54.3% de la cartera total de los EC) es compensada parcialmente por los crecimientos de la cartera de consumo (29.4% de la cartera total) y la cartera de vivienda (13.5% del total) 64 pbs y 130 pbs por encima de nuestra estimación. Mientras tanto, el único crecimiento que subestimamos en depósitos fue el de CDTs y CDATs (39.2% del total de depósitos) en 14 pbs (Cuadro 1).

Creemos que el mayor deterioro frente al esperado para la cartera comercial también implica una mayor certeza respecto a estar en el punto bajo del ciclo, tanto para esta modalidad como para la cartera total. Mientras que la colocación de vivienda puede mantener su buen desempeño durante el primer semestre de 2019, vemos una desaceleración para el segundo semestre debido al incremento de tasas de BanRep. Mientras tanto, creemos que el crecimiento de la cartera de consumo va a estar más comprometido, debido a su relativamente alto crecimiento reciente, así como por el impacto de la Ley de Financiamiento en 2019. En cuanto a los

Cuadro 1: Crecimiento anual registrado en agosto de 2018 y crecimiento anual para el año completo 2018

	ago-18	ago-18	Esperado 2018	Registrado agosto - estimado para 2018
	Crecimiento anual	Participación	Crecimiento anual	
Cartera				
Comercial	1.5%	54.3%	3.4%	-1.9%
Consumo	8.5%	29.4%	7.9%	0.6%
Microcrédito	4.2%	2.9%	8.4%	-4.2%
Vivienda	11.7%	13.5%	10.4%	1.3%
Total Cartera	4.8%	100.0%	5.7%	-0.9%
Depósitos				
Cuenta corriente	9.0%	14.2%	9.3%	-0.3%
Cuenta de ahorros	7.5%	44.7%	8.8%	-1.3%
CDTs y CDATs	3.6%	39.2%	3.5%	0.1%
Otros	7.5%	1.9%	8.3%	-0.8%
Total Depósitos	6.1%	100.0%	6.7%	-0.6%

Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

depósitos, el incremento en las tasas de interés esperado para el segundo semestre de 2019, debería coincidir con un incremento en la proporción de fondeo vía CDTs y CDATs, sin embargo, la disminución en los recursos disponibles resultado de la reforma tributaria, podría limitar este fenómeno.

Con el propósito de establecer un punto de partida para nuestras inferencias respecto al desempeño de la banca colombiana, a continuación, explicamos el estado actual de algunas variables que han tenido incidencia sobre el desempeño de la banca colombiana: PIB, Infraestructura, tasas de interés, aporte de Centroamérica, el estado de la industria petrolera colombiana, y la situación de liquidez internacional.

PIB: 2018 será el primer año de aceleración económica desde el desplome de los precios del petróleo en el segundo semestre de 2014. En efecto, anticipamos un crecimiento real del PIB de 2.8% en 2018, 1.0 p.p. por encima del crecimiento del año pasado. En esta línea, esperábamos un mayor ritmo de expansión de la cartera y una recuperación rezagada de su calidad, teniendo en cuenta el impacto positivo tardío de la etapa del ciclo económico sobre el desempleo y la actividad empresarial. El punto de partida en este frente es la estabilización del crecimiento de la cartera en su punto más bajo, por lo que asumimos que estamos en el punto de inflexión, mientras que la calidad de la cartera no ha parado de deteriorarse al cierre de 2018, aunque se observa un menor ritmo de deterioro.

Infraestructura: De acuerdo con la información disponible, el saldo de la cartera destinada a la financiación de proyectos viales 4G ha aumentado su participación desde junio de 2016 cuando se hicieron los primeros desembolsos, hasta alcanzar 0.9% de la cartera comercial. Pese a que la participación dentro de la cartera comercial es baja, el incremento anual de este segmento, que en promedio se ubica en 192.8%, ha aportado en promedio 0.5 p.p. al crecimiento anual de la cartera comercial. Los créditos comerciales para infraestructura 4G, aplican un esquema de desembolso contra unidad funcional construida, por lo que esperamos que se mantenga la tendencia de crecimiento vigente. Sin embargo, la participación de la banca en estos proyectos, especialmente luego de la publicación de la ley 1882 de 2018, ha estado por debajo de nuestras expectativas. Durante 2019 seguirán incidiendo las operaciones Ruta del Sol I y II, en la medida en que incremente la provisión de estas operaciones (Gráfico 4).

Tasas de referencia y de captación: Durante 2018 BanRep redujo su tasa de política monetaria en dos ocasiones hasta ubicarla en 4.25%, nivel levemente expansivo para la actividad económica. Así las cosas, el banco central culminó el ciclo de reducciones (que en total representa una disminución de 350 pbs) iniciado en diciembre de 2016, cuando la tasa se ubicaba en 7.75%. Al mantener la tasa inalterada en los últimos meses se ha ampliado el espacio para que tanto las tasas de captación como las de colocación incorporen las reducciones y haya impacto sobre la demanda. En cuanto al comportamiento de las tasas de captación, esperábamos un cambio en la composición de los depósitos, por ejemplo una

disminución en la participación de CDTs debido a su menor remuneración, lo cual no ocurrió.

Tasas de colocación: Con respecto a las tasas de colocación, vemos que las tasas para los créditos comerciales han incorporado en su totalidad la reducción de Banrep, mientras que en las modalidades de consumo vivienda hay un espacio importante para incorporar el ciclo a la baja de la tasa de referencia. El cuadro 2 resume el impacto del ciclo de reducciones sobre las tasas de colocación en términos reales. Así las cosas, las tasas no van a ser el factor determinante para que reaccione la cartera comercial durante el primer semestre de 2019, mientras que este factor puede continuar incentivando al crédito de vivienda hasta que el ciclo bajista sea incorporado en mayor medida por las tasas de colocación.

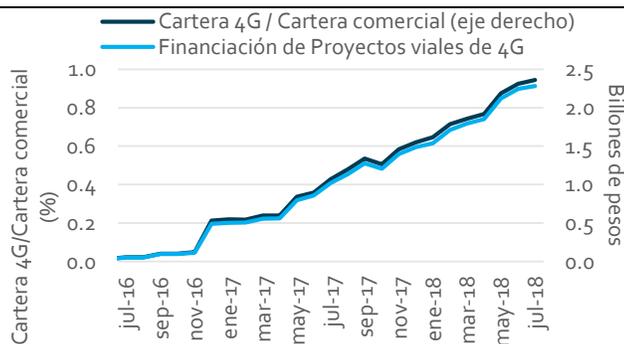
Centroamérica: La participación de los tres bancos más grandes del país sobre la cartera local total de los bancos se ubica en 53.47% (51.77% sobre los EC). Centroamérica es importante para el negocio consolidado de estos tres bancos, toda vez que la cartera que tienen en esta región representa el 28.12% de su cartera total. Si tomamos como cartera total la suma de cartera de Centroamérica y de Colombia, Centroamérica participa del 17.30% de la cartera de los bancos y del 16.84% de la carrea de los EC. La capitalización de los bancos en Colombia y a nivel consolidado, toma en consideración la operación de Centroamérica, operación que

Cuadro 2: Tasas reales de colocación de crédito del Sistema Financiero

Fecha	Consumo	Ordinario	Preferencial	Tesorería	Comercial*	Adquisición vivienda	BR
16-dic-16	13.7	8.6	6.5	6.7	7.7	6.5	2.5
6-oct-17	13.8	7.2	4	4.4	5.5	5.9	0.5
29-dic-17	12.8	5.9	3.5	2.4	4.5	5.4	-0.2
5-oct-18	14	6.8	3.6	4.8	5.4	6.4	0.5
Año corrido	122	93	11	239	90	100	76
Desde la primera reducción	27	-173	-288	-184	-236	-9	-198
Anual	22	-33	-30	41	-11	54	-1

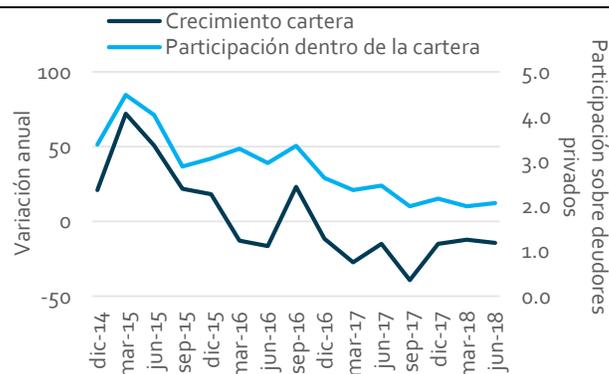
Fuente: BanRep. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 4: Cartera de proyectos viales 4G



Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 5: C. comercial explotación de minas y canteras



Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

resulta determinante en las métricas de crecimiento y calidad de la cartera consolidadas.

Industria petrolera colombiana: Al tomar las operaciones de los cinco mil mayores deudores privados en cartera comercial, que representan cerca del 70% de la cartera comercial total, se evidencia la tendencia decreciente en el crecimiento y la participación de la operación del sector de explotación de minas y canteras, a partir de 2015, estabilizándose en 2018 (Gráfico 5). Dentro de este sector, el subsector de explotación de petróleo y gas es el más representativo. Este comportamiento coincide con el desempeño de la industria petrolera y la desaceleración en el crecimiento de la cartera comercial. Teniendo en cuenta el incremento esperado en la ejecución de inversión por parte del sector en 2019 (manteniéndose un nivel de precios del petróleo favorable), la industria petrolera deberá ser uno de los factores de recuperación para la cartera comercial y total.

La recuperación de la industria petrolera fue uno de los acontecimientos más positivos de 2018. Partiendo de que no se va a presentar una caída abrupta en los precios durante 2019, creemos que el efecto favorable sobre el sistema financiero se dará indirectamente; no a través de –por ejemplo– un abrupto crecimiento de la cartera comercial destinada al sector, sino más bien a partir una mejora en las condiciones fiscales de Colombia, la estabilidad de la tasa de cambio y el aumento de la confianza hacia el país, aligerando la presión adversa que actualmente tiene la banca –y los demás sectores– originada por las condiciones económicas adversas por las que ha atravesado el país durante los últimos años. Finalmente, de llegar a concretarse una operación de compra de reservas por parte de Ecopetrol, esperamos el uso de las líneas de crédito locales, comenzando con la utilización de las líneas de crédito rotativo.

Liquidez internacional: Al cierre de 2018 el BCE suspendió su programa de compra de activos, lo que sumado a la reducción en la hoja de balance por parte de la Fed limitaría significativamente el nivel de liquidez a nivel global. Ello sumado a la continuación del ciclo de incrementos en la tasa de referencia de la Fed –que en lo corrido del año completó tres aumentos–, ubicándola entre 2.0% y 2.25% al cierre de este informe, resultando en un panorama de liquidez más restrictivo para las economías emergentes. Sin embargo, ello no ha representado un obstáculo para los establecimientos financieros locales. En 2019, las inyecciones de liquidez disminuirán a su nivel más bajo de la última década (US\$400 miles de millones), por lo que se puede acentuar el carácter restrictivo de los flujos hacia las economías emergentes. Lo anterior puede afectar a los mercados de capitales, pero no lo vemos como una limitante para el desempeño de la banca local, especialmente porque esta no va a requerir un incremento de capital durante 2019.

Cuadro 3: Proyección de cartera y depósitos Corficolombiana (crecimiento anual nominal)

Fecha	Comercial	Consumo	Vivienda	CDT y CDAT	Cuenta corriente	Cuenta de ahorros	Otros depósitos
2018	1.6	8.8	11.8	3.55	7.7	7.8	7.6
2019	6.4	8.5	12	8.6	5.2	7.4	6.5

Cálculos: Corficolombiana.

Expectativas 2019 - Variables que van a incidir en el desempeño de 2019

Estimamos un crecimiento nominal de 7.7% para la cartera total y 7.6% para los depósitos en 2019, levemente superiores al crecimiento nominal esperado de la economía colombiana (Cuadro 3).

Creemos que las variables evaluadas le permitirían a la banca local lograr una recuperación en su crecimiento, en particular, al nivel del activo total (tanto la cartera de créditos como las inversiones). Adicionalmente, los problemas que pueden surgir en los mercados de capitales no deberían afectar demasiado a los EC dado que no requerirían de mayor capitalización para expandir sus activos.

Centroamérica en 2019: Nuestras expectativas sobre el desempeño de esta región se basan en el crecimiento esperado de su economía, junto con la tasa de cambio, teniendo en cuenta que la región está –en la práctica– dolarizada. Para 2019, el PIB real ponderado estimado por el FMI para Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá, se ubica en 3.9%, creciendo 0.92 p.p. respecto a 2018. En ambos años, y para la proyección que va hasta 2023, el PIB de la región supera al de Colombia en 0.58 p.p. en promedio. Lo anterior se da a pesar de la contracción que va a presentar Nicaragua hasta 2019, el bajo crecimiento de Panamá relativo a los años previos, y el hecho de que, a partir de 2019, el crecimiento de Costa Rica es levemente menor al de Colombia. Anotamos que aunque las economías de la región se relacionan más con EEUU que con el resto de Latinoamérica, el desempeño reciente del crecimiento en la región se relaciona más con el sector construcción.

En línea con lo anterior y tal como en Colombia, esperamos que el crecimiento de la cartera de Centroamérica se acelere levemente durante 2019, y las condiciones favorezcan una mejor calidad de la cartera (Gráfico 6). Adicionalmente, de presentarse un escenario de mayor devaluación del peso colombiano debido a la mayor aversión al riesgo país, ello resultaría en un mayor crecimiento de la cartera de Centroamérica en pesos. Sin embargo, y a pesar de la dolarización de la economía centroamericana, en el caso de Costa Rica esperamos una desaceleración en el crecimiento de la cartera en dólares, toda vez que el sistema de bandas cambiarias (que sustituyó a las minidevaluaciones) ha permitido una devaluación año corrido superior al 8%, a partir de la incertidumbre respecto a la

aprobación de la reforma tributaria. Cabe mencionar que la preocupación respecto a la situación fiscal de Costa Rica va a persistir en 2019.

Finalmente, el ciclo de tasas de interés de Centroamérica va en línea con el estadounidense debido a la dolarización de la región. Teniendo en cuenta lo anterior, para la segunda mitad de 2019, la mejora en los márgenes de intermediación para los bancos colombianos con presencia en Centroamérica va a ser notable, toda vez que durante ese semestre, esperamos que tanto en Colombia como en EEUU se presenten incrementos en las tasas de interés.

Tasas de captación en 2019: En línea con nuestra expectativa de que BanRep ya dejó de bajar sus tasas de interés y va a comenzar a subirlas solo hasta la segunda mitad de 2019, siendo este el caso, el incremento de cada tasa corresponde al *spread* relativo histórico que vienen presentado estas tasas con las tasas de referencia de BanRep (Gráfico 7). Creemos que si este es el caso, las tasas con plazo de 90 días o más incrementarán menos de lo que lo van a hacer las tasas de BanRep, y en el caso de las IBR, esperamos que estas inclusive se adelanten a los ajustes en las tasas del BanRep.

Tasas de colocación en 2019: Incorporando el hecho de que el *spread* o margen neto de intermediación incrementa más que proporcionalmente cuando las tasas están al alza, junto con nuestra expectativa de un incremento de 50 pbs por parte de BanRep, el incremento en las tasas de colocación podría estar cerca de los 100 pbs (Gráfico 8). En este caso, esperamos también un incremento diferenciado en tasas de acuerdo las diferencias históricas entre los diferentes tipos de crédito, salvo en el caso de las tasas del microcrédito, muy cercanas a la tasa de usura.

Banca internacional en 2019: No creemos que la situación de la banca internacional vaya a incidir sobre la local, toda vez que se seguirán tratando los mismos temas de 2018: i) la posibilidad de que el Reino Unido pierda el acceso al sistema de compensación y liquidación de la Unión Europea, junto con otros derechos que hacen atractiva a Londres como centro financiero; ii) las pruebas de *stress* sobre la banca europea (una prueba más de la debilidad bancaria italiana), el

Gráfico 6: PIB real proyectado por el FMI

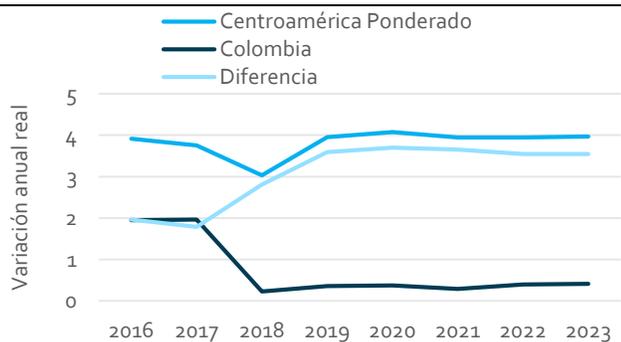
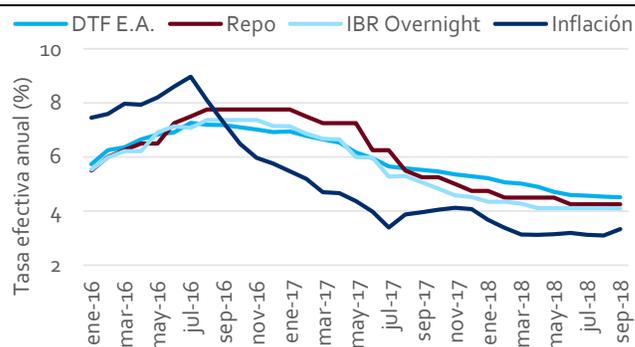


Gráfico 7: Tasas de captación e inflación



Fuente: FMI; Cálculos: Corficolombiana.

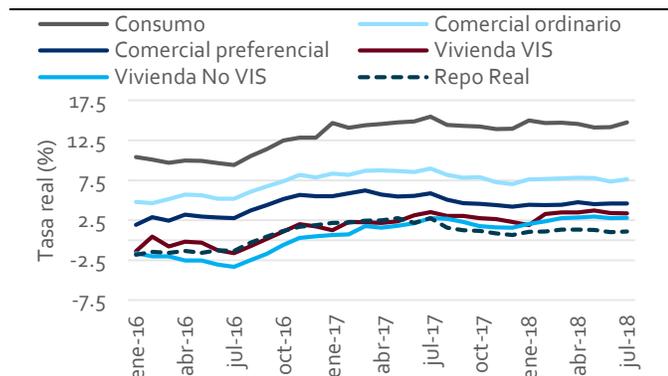
tratamiento que el gobierno chino le dé al Shadow Banking y en general al sobreendeudamiento, y iii) la posibilidad de que Trump intente modificar más el Dodd-Frank Act.

Innovación en 2019: La evolución tecnológica ha alcanzado a todas las industrias, afectando los retornos de capital y las expectativas tanto de crecimiento orgánico como de penetración de mercado en el largo plazo. El sector de servicios financieros no es la excepción y ha integrado múltiples productos y servicios a través de la incorporación de la tecnología a su modelo de negocio, lo que también se conoce como *Fintech*. Creemos que las empresas de *Fintech* van a continuar liderando los cambios en la industria bancaria, incidiendo en la experiencia del cliente. A nivel internacional, debería evidenciarse una tendencia, ya sea ver a los bancos haciendo lo que hacen actualmente las *Fintech*, o verlos buscar una relación más simbiótica.

Inclusión y profundización financiera: Creemos que el sector financiero en Colombia se encuentra encaminado a la evolución tecnológica y su crecimiento se relaciona de manera importante con el desarrollo de *Fintech*. Este desarrollo no va a ser tan determinante para la recuperación de la banca en 2019, pero sí lo será en el más largo plazo, especialmente como facilitador de la muy requerida inclusión y la profundización financiera (Gráfico 9). En esta línea, la Unidad de Regulación Financiera del Ministerio de Hacienda estableció un marco de referencia en 2018, para impulsar la industria de pagos en el país (Medios de Pago de Bajo Valor), enfatizando los elementos de inclusión a través de las Sociedades Especializadas de Depósitos y Pagos Electrónicos, además de lo que tiene que ver con la eficiencia y seguridad.

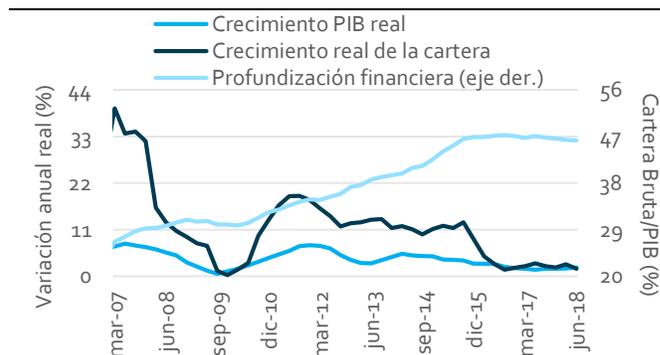
Regulación relacionada con el patrimonio técnico: Como lo mencionamos durante el año, la adopción de Basilea III (Decreto 1477 de 2018) va a resultar en un incremento en el nivel de solvencia de los EC, al incorporar los efectos de los intangibles, el tratamiento de las reservas y la ponderación de los activos por el nivel de riesgo. El impacto positivo para la solvencia de los bancos se acerca a los

Gráfico 8. Tasas reales de colocación y repo



Fuente: Banrep. Cálculos: CorfCorficolombiana.

Gráfico 9. Profundización financiera



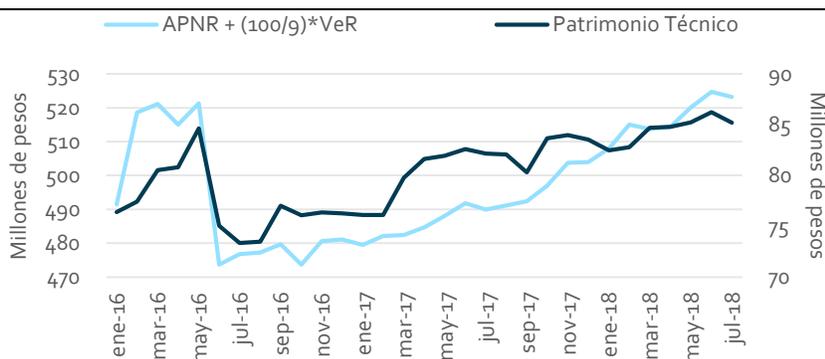
Fuente: Superfinanciera, DANE. Cálculos: Corficolombiana.

200 pbs (Gráfico 10). El plazo previsto para la implementación plena de este decreto supera los cinco años, incluyendo un periodo de transición que llega a la mitad de 2019. Es importante recordar que el cálculo de la solvencia pasó de relacionar al patrimonio básico y a la suma entre el patrimonio básico y el patrimonio adicional, sobre los activos ponderados por el nivel de riesgo, con indicadores mínimos de 4.5% (solvencia básica) y 9% (solvencia total) respectivamente, a un esquema de solvencia básica adicional a la que se le adicionan colchones (colchón de conservación para todos y un colchón sistémico para los establecimientos de importancia sistémica).

Mercado de capitales y operaciones puntuales en 2019: No creemos que durante 2019 se presenten capitalizaciones a través de la emisión de instrumentos híbridos como bonos contingentemente convertibles, debido principalmente al efecto de la aplicación de Basilea III al cálculo de la solvencia, así como el hecho de que para 2019 inclusive, el crecimiento esperado para la cartera de créditos, seguirá siendo relativamente bajo. Para verificar el hecho de que los EC no requieren de capitalización para poder incrementar su activo (portafolio de créditos), tomamos la información de solvencia de los bancos a agosto, y calculamos cuál es el máximo crecimiento que podrían tener en su cartera de créditos, que al cierre de agosto se ubicaba en 429.2 billones de pesos, antes de incumplir cualquiera de los niveles mínimos de solvencia (9% para la solvencia total y 4.5% para la solvencia básica). El espacio de crecimiento máximo bajo el nivel de capitalización vigente es de 88%. Se trata de un caso teórico extremo, pero evidencia el hecho de que a nivel agregado, la banca realmente no necesita de un mayor nivel de capitalización, y este sería el caso –inclusive más.

Vinculados en 2019: El otro tema clave a nivel regulatorio debido a la estructura del mercado financiero colombiano, tiene que ver con el tratamiento de los vinculados: quienes presentan una situación de control, subordinación y/o grupo empresarial, junto con quienes tienen una participación significativa en los conglomerados financieros (Decreto 1486 de 2018). El decreto en cuestión define el criterio para determinar la calidad de vinculados, límites de exposición, concentración de

Gráfico 10: Activos ponderados por el nivel de riesgo (APNR) y patrimonio técnico



Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana. * Ver: Valor en riesgo del mercado.

riesgos y conflictos de interés de los conglomerados financieros. De este punto, destacamos el requerimiento de políticas sobre los límites de exposición y concentración de riesgos entre entidades del conglomerado financiero y sus vinculados. Aunque no esperamos que este tema afecte al desempeño de los EC en 2019, el efecto futuro de la reglamentación deberá ser positivo pues resultará en un sistema financiero más confiable, seguro y transparente.

Incidencia de la Ley de financiamiento sobre el desempeño de 2019¹: De acuerdo con el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, el presupuesto para 2019 tiene un faltante de 14 billones de pesos que sería financiado incrementando los ingresos tributarios, dado el corto espacio para reducir el gasto público. Ello es necesario no solo para cumplir con el presupuesto sino también con la regla fiscal, herramienta que soporta la credibilidad y disciplina fiscal del gobierno ante las calificadoras de riesgo. Entre las propuestas para incrementar el recaudo estaría ampliar la base del IVA para que incluya todos los productos de la canasta familiar, además, se contempla una expansión de la base gravable del impuesto de renta a personas naturales así como una modificación en las tarifas, medidas que reducirían el ingreso disponible de los hogares, por lo que el impulso que el consumo pueda darle a la cartera, así como a las ventas del sector privado se vería reducidos. Por otra parte, una eventual reducción o eliminación de la sobretasa del impuesto de renta para las empresas liberaría recursos importantes que pueden repartirse o reinvertirse, mejorando a su vez la capacidad de pago de las empresas. Cabe mencionar que la tasa se ubica actualmente en 37% y de acuerdo a las propuestas del gobierno se reduciría hasta 33%. Cabe señalar que al cierre de este informe, aun es incierto el resultado de la reforma; muy probablemente mantendrá sin IVA buena parte de la canasta familiar, mientras se endurecen las condiciones de los empleados a nivel de impuestos.

Cartera e inversiones en 2019:

Teniendo en cuenta la composición de la cartera total por tipo (54.27% comercial, 29.43% consumo, 13.50% vivienda y 2.80% microcrédito al cierre de agosto), el comportamiento de la cartera total debería coincidir en dirección con el de la cartera comercial (Gráfico 11). Teniendo en cuenta que durante el último año, la disminución de 1.8 p.p. en la participación de la cartera comercial ha sido compensada con incrementos de 1.0 p.p. en la cartera de consumo y 0.8 p.p. en la cartera de vivienda. El efecto sobre la cartera total de la Ley de Financiamiento que fue radicada al cierre de octubre, no es tan evidente para 2019, toda vez que puede afectar negativamente a la cartera de consumo por el incremento en el IVA, el menor ingreso disponible y la inflación, y positivamente a la cartera comercial, a partir del incentivo positivo a la inversión de capital (descuento del IVA relacionado con las inversiones de capital) (Gráfico 12).

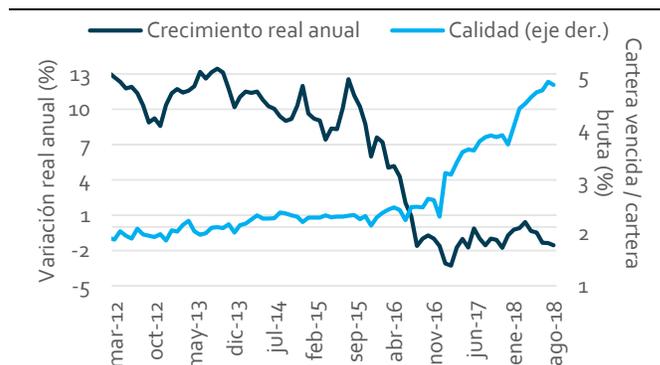
¹ Nuestros comentarios respecto a la Ley de Financiamiento se basan en la información conocida al cierre de octubre de 2018.

Gráfico 11: Evolución de la cartera de créditos



Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 12: Cartera comercial



Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

Expectativas sobre la cartera comercial: La cartera comercial mantuvo un pobre desempeño en 2018 y en términos reales se contrajo por tercer año consecutivo. Esta modalidad es la más representativa dentro de la cartera bruta total (alrededor de 55%) por lo que su comportamiento resulta determinante para todo el sector. Esperamos que un crecimiento nominal de 6.4% a/a para la cartera comercial, en línea con el crecimiento esperado del PIB, afectado positivamente por la inversión, así como por el desempeño heterogéneo de los diferentes sectores económicos. Desde una perspectiva macroeconómica este crecimiento estaría impulsado por una recuperación importante de la formación bruta de capital fijo, que crecería 4.0% real. En cuanto al crecimiento sectorial, el mejor dinamismo de los sectores de minas, industria y construcción deberían contribuir a un mejor ritmo de expansión de esta modalidad.

En cuanto a la calidad de la cartera comercial, esperamos que el ritmo de crecimiento de la cartera vencida mantenga su tendencia a la baja y se de una recuperación del indicador de calidad en cuanto aumente el crecimiento de la cartera bruta, teniendo en cuenta que, en 2018 el indicador de calidad de cartera se deterioró en buena parte debido al bajo crecimiento de esta modalidad. Esperamos que ante ausencia de pagos por las operaciones Electricaribe, Ruta del Sol II y III y el SITP, aumenten las provisiones de dichas operaciones por 1.7 billones de pesos en 2019. Por su parte, el indicador de cobertura se ubicaría en 41.3% y 50.4% para las operaciones de Ruta del Sol II y SITP respectivamente. Estos elementos de grandes deudores contrarrestarían parte del efecto positivo del ciclo económico sobre la calidad de la colocación comercial y creemos que solo luego de la normalización de estas operaciones, puede esperarse una mejora significativa en la calidad de esta cartera.

Cartera comercial por sectores: Al observar el desempeño de las cinco mil mayores operaciones privadas de la cartera comercial (Gráfico 13), que representan aproximadamente el 70% de esta modalidad, vemos que esta cartera ha reflejado el crecimiento sectorial dentro del PIB sectorial con un leve desfase. Teniendo en cuenta esta relación, junto con el crecimiento esperado para el PIB de Colombia en

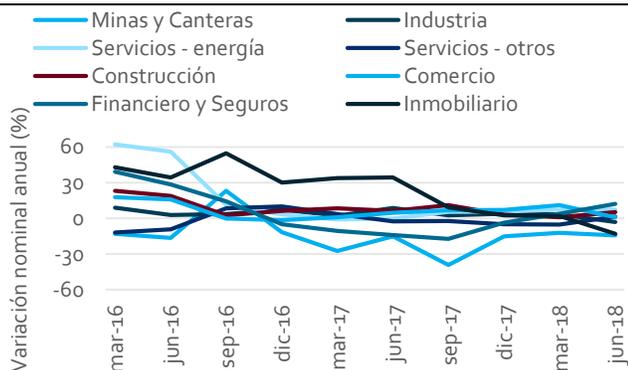
2019 discriminado por sector, esperamos relativa estabilidad en vivienda, industria y servicios públicos, un mayor crecimiento en minería y construcción, y algo de desaceleración en el consumo.

Expectativa sobre la cartera de consumo: Durante 2018 el crecimiento de la cartera de consumo se estabilizó alrededor de 5.3% real, desacelerándose frente al año anterior, pero aumentando su ritmo de expansión con respecto a 2016. Esperamos que esta modalidad incremente sus tasas de crecimiento en línea con la recuperación del consumo de los hogares, así como una leve mejoría en el mercado laboral en 2019, aunque la posibilidad de una reducción del ingreso disponible de estos últimos ocasionada por un eventual incremento en los impuestos, es un riesgo importante para la colocación de esta modalidad (Gráfico 14). Estimamos un crecimiento nominal de 8.5% para la cartera de consumo, levemente por debajo del crecimiento de 2018.

En cuanto a la calidad de la cartera, el deterioro de la modalidad de consumo se ubica en el mismo nivel de cierre de 2017, sin embargo, el ritmo de crecimiento de la cartera vencida ha venido corrigiendo hacia su valor previo al desplome de los precios del petróleo. El próximo año la calidad de la cartera podría verse comprometida, teniendo en cuenta que algunos establecimientos han aumentado significativamente su exposición a esta modalidad. Cabe mencionar que esta última es la segunda más representativa dentro de la cartera bruta total, con una participación de alrededor de 29%.

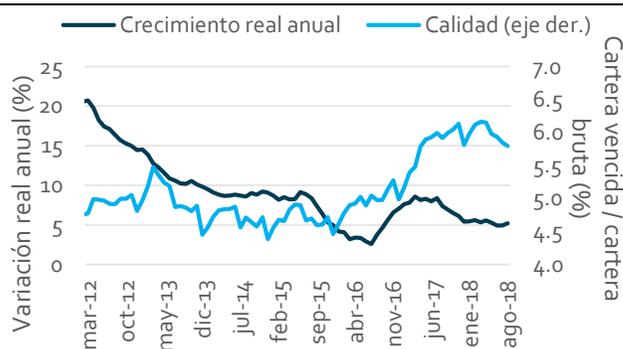
Expectativa sobre la cartera de vivienda: La cartera de vivienda ha tenido el mejor desempeño en términos de crecimiento y calidad al compararla con las demás modalidades (Gráfico 15), aunque su contribución al crecimiento de la cartera bruta total es moderada pues representa apenas cerca del 13% de esta última. En efecto, el crecimiento real de la colocación de créditos para vivienda se ha situado alrededor del 8% en lo corrido del año, superando el incremento de las demás modalidades. En cuanto a la calidad, el indicador se ha estabilizado en 3.1%, cifra consistente con una reducción en el ritmo de deterioro de la cartera.

Gráfico 13: Cartera Comercial por sector (5,000 mayores operaciones privadas)



Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 14: Cartera de consumo



Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

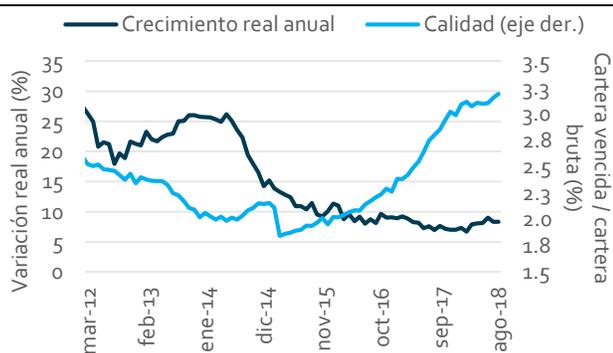
El buen desempeño de la cartera de vivienda relativo a las demás modalidades se daría por una ampliación en el espacio para que las tasas de interés de colocación incorporen en mayor medida el ciclo de reducciones de la tasa de BanRep, además de la continuación de programas de subsidio a la tasa hipotecaria junto con otros programas encaminados a incrementar la adquisición de vivienda por parte del Ministerio de Vivienda. Esperamos un crecimiento nominal de 12% en la cartera hipotecaria en 2019, levemente superior a la de 2018, ayudada por la estabilización de las tasas de interés durante el primer semestre del año en nivel relativamente bajo.

Expectativa sobre la cartera de microcrédito: La cartera de microcrédito (2.8% de la cartera bruta) se desaceleró en 2018 y en lo corrido del año registró un crecimiento promedio de 6.2% nominal (2.9% real). Vale la pena recordar que los créditos de esta modalidad son otorgados al sector comercial y representan las colocaciones con mayor riesgo asociado. De acuerdo con el último reporte de microcrédito en Colombia del Banco de la República, la capacidad de pago de los deudores seguida por el sobreendeudamiento de los clientes, son los principales factores que impiden un mayor ritmo de expansión de la colocación. Esperamos que en 2019 un mejor desempeño de la actividad económica local impulse el crecimiento de esta modalidad.

Por su parte, el indicador de calidad de esta modalidad sufrió un leve deterioro al iniciar el año y poco a poco se ha recuperado. Esperamos que el próximo año el incremento en la tasa de interés de esta modalidad (muy cercana a la tasa de usura) sea más que proporcional que el de la tasa de interés de referencia y, en este sentido, limite el ritmo de crecimiento de dicha colocación. La duración promedio de 1.7 años de esta cartera, junto con la facilidad con la que se castiga, hacen difícil predecir su desempeño en términos de calidad y crecimiento (Gráfico 16).

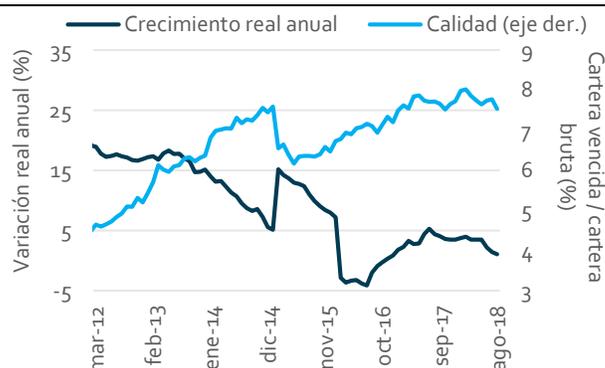
Expectativas sobre los depósitos: Históricamente (estadísticamente), el crecimiento de los depósitos se asocia con la inflación y al crecimiento de la cartera total, mientras que su composición es influenciada en parte por el comportamiento

Gráfico 15: Cartera hipotecaria



Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 16: Cartera de microcrédito



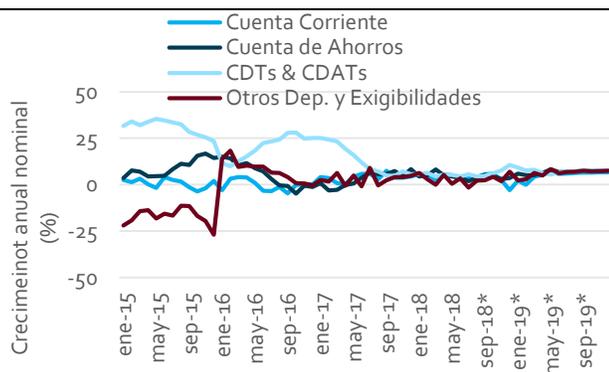
Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

de las tasas de interés (Gráfico 17). Así las cosas, contando con una leve recuperación en el crecimiento de la cartera de créditos total, en espera de que durante el segundo semestre de 2019 se presenten incrementos en la tasa de interés, y con el ingreso disponible golpeado por la Ley de Financiamiento (debido al eventual incremento en la inflación y al endurecimiento del esquema impositivo para los empleados), esperamos un mayor crecimiento de los depósitos vía CDTs y CDATs relativo a los demás, seguido por las cuentas de ahorro, con los demás tipos de depósitos desacelerando levemente su crecimiento respecto a 2018.

Expectativas sobre el portafolio de inversión: En relación al portafolio de inversión de los EC, el difícil panorama internacional y su incidencia sobre las tasas de interés de la renta fija a nivel global, puede hacer que la proporción de inversiones negociables sobre el total de las inversiones disminuya levemente, máximo en 2 p.p. para protegerse del efecto de la valoración a mercado de estos títulos, sin llegar a los niveles del comienzo de 2016, limitado a su vez por el hecho de que estamos esperando un mayor crecimiento a nivel de los depósitos. Mientras tanto, la participación de las inversiones sobre el total de cartera más inversiones, puede disminuir levemente en caso de que la recuperación del crecimiento de la cartera de créditos sea el esperado, sin que las entidades realicen operaciones de capitalización significativas durante el año (Gráfico 18).

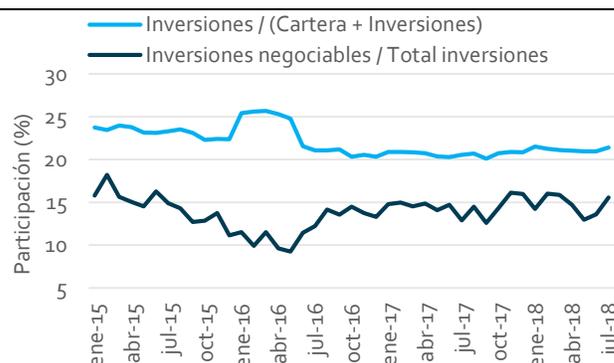
Expectativas sobre la liquidez: La evolución de la participación de los activos y pasivos líquidos, medidos a través de la participación de las inversiones negociables sobre el activo, y las cuentas corrientes y de ahorro sobre el total de pasivo y el patrimonio (para hacer comparables estos indicadores), va en la misma dirección, y esperamos que este siga siendo el caso, con una leve disminución –de las participaciones– en el activo líquido como protección a las desvalorizaciones del portafolio de inversión, mientras el mayor crecimiento de la participación de CDTs y CDATs sobre los depósitos, también resulta en una disminución de la proporción entre las cuentas corrientes y de ahorro sobre los depósitos. En cuanto a la relación entre la cartera y los depósitos, este indicador aumentaría levemente en la medida en que se recupere el crecimiento de la cartera comercial, mientras que los

Gráfico 17: Depósitos sistema bancario



Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 18: Portafolio de Inversión de los EC



Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

depósitos y la cartera de consumo se verían afectados negativamente por la Ley de Financiamiento (Gráfico 19).

Expectativas sobre la rentabilidad: Como vimos anteriormente, nos preocupa la evolución del RoE en relación al buen desempeño del MNI, por su relación inversa a partir de 2017, lo que se puede explicar por la defensa del MNI a partir de una mayor exposición a una cartera con menor calidad crediticia como la de consumo, sin que esa sea la única explicación del deterioro en la rentabilidad (Gráfico 20). Por otro lado, mientras disminuyó la rentabilidad de los EC, estos lograron mantener su solvencia en niveles adecuados, con lo que los EC han mantenido su capacidad de aumentar su activo (cartera de créditos) cuando la economía del país así lo permita o lo requiera. Para 2019, en la medida en que las provisiones de la cartera de crédito comercial dejan de impactar los resultados, toda vez que la cartera total crezca, y mejore el MNI durante el segundo semestre, debería mejorar el RoE. Mientras tanto, la solvencia no debería mejorar demasiado dado que no esperamos mayores capitalizaciones, sin embargo, la nueva metodología de cálculo de solvencia explicada anteriormente, va a resultar en una mejora.

En conclusión, creemos que 2019 va a ser un año de recuperación para los EC, al ritmo de la recuperación del crecimiento de la cartera, y tal como el año pasado, los EC cuentan con la solvencia suficiente para aumentar sus carteras. Adicionalmente, con la aplicación de Basilea III en Colombia, la situación de solvencia de los EC puede mejorar, minimizando la probabilidad de que los EC recurran al mercado de capitales a su ritmo habitual, toda vez que al cierre de 2018, los bancos están en capacidad de incrementar su cartera más de 80% con su actual nivel de capitalización.

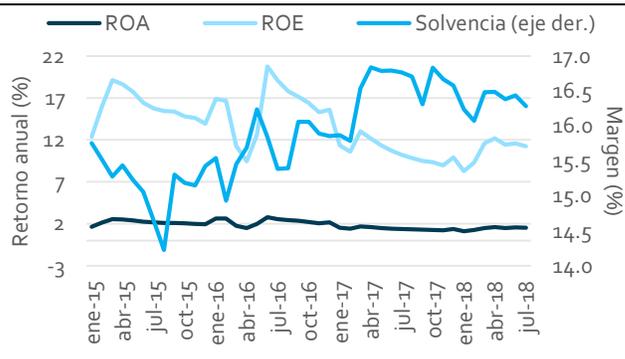
Por otro lado, el impacto de la Ley de Financiamiento sobre el consumo va a ser determinante, toda vez que amenaza el crecimiento de la colocación de esta modalidad, e inclusive el crecimiento de los depósitos y la posibilidad de que los EC puedan continuar mejorando su fondeo, mientras que su efecto positivo sobre la

Gráfico 19: Evolución de algunas variables relacionadas con la liquidez de los EC



Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

Gráfico 20: Rentabilidad y solvencia de los EC



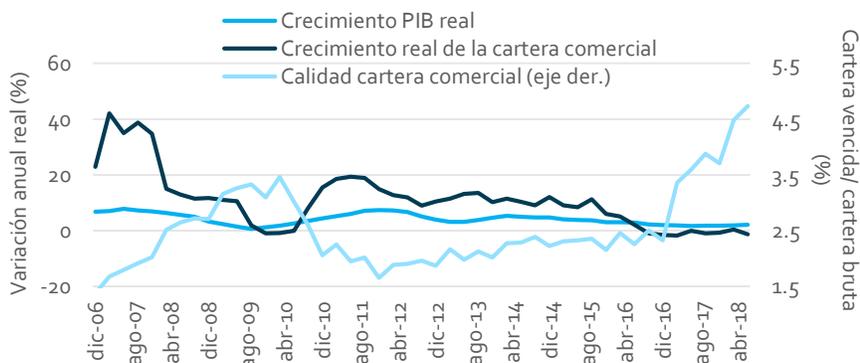
Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

cartera comercial puede ser más lento, y en todo caso, el comportamiento sectorial de la cartera comercial va a crecer de manera heterogénea.

Anexo 1: La cartera comercial por sectores y desempeño corporativo

Teniendo en cuenta la relación simbiótica entre la cartera de créditos del sistema financiero y el crecimiento económico, y más específicamente, la relación entre la cartera de crédito comercial de los establecimientos de crédito, en términos de crecimiento (crecimiento anual nominal) y calidad (% de la cartera que mantiene la mejor calificación crediticia), y el crecimiento de los diferentes sectores productivos, realizamos un análisis de la cartera de crédito comercial discriminada por sectores. El objetivo del análisis es establecer si se soportan o refutan las expectativas de recuperación en el crecimiento de la cartera de créditos comerciales, a partir del comportamiento reciente de esta cartera discriminada por sector, junto con lo que estamos esperando para cada sector en 2019. Para esto, analizamos la evolución de las cinco mil operaciones más representativas dentro de la cartera de crédito comercial (aproximadamente el 70% del total) discriminada por sectores, y verificamos la relación entre el desempeño de cada cartera y las ventas de los emisores de acciones incluidos en el índice COLCAP.

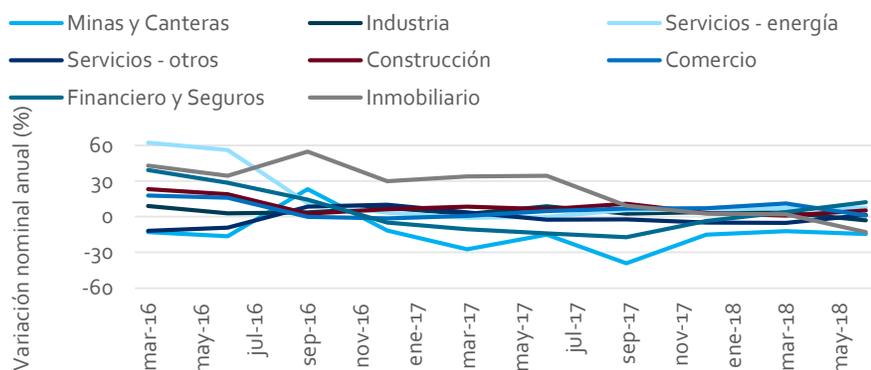
Gráfico 1. PIB, crecimiento de la cartera comercial y calidad



Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

Hemos observado que pese al entorno operativo más adverso, los emisores acá analizados han protegido su posición de liquidez, manteniéndola estable, mientras sus resultados corporativos evidencian resiliencia. A pesar de lo anterior, no todos los sectores van a tener un flujo de fondos favorable durante 2019, lo cual podría encarecer su crédito bancario, especialmente en un momento en el que el riesgo crediticio ha contribuido notablemente a la desaceleración del crecimiento de la cartera comercial, por lo que la banca será más selectiva a la hora de expandir este tipo de cartera durante 2019. El tema es vital, toda vez que la recuperación del crecimiento de la cartera comercial es una de las apuestas más importantes de 2019.

Gráfico 2. Cartera Comercial por sector (5000 mayores operaciones privadas)



Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

Sin embargo, no debemos olvidar que los emisores acá analizados tienen acceso al mercado de capitales para su endeudamiento, y que dadas las reformas regulatorias en curso, los bancos locales no van a necesitar capitalizarse en 2019, por lo que no se esperan emisiones de bonos híbridos (el reemplazo de los subordinados) o de acciones; en general se espera una menor actividad por parte de los bancos en el mercado de capitales. Esta circunstancia debería facilitar las condiciones de endeudamiento a los demás sectores en el mercado de capitales.

El desempeño del sector petrolero -especialmente Ecopetrol-, evidencia la relación positiva entre la cartera comercial correspondiente al sector y sus ventas. Dado el nivel de precios esperado para el *commodity* -a pesar de la reciente corrección-, el financiamiento de estas empresas deberá ser fluido.

Esperamos que el sector minero pase de crecer -1.5% en 2018 a 2% en 2019 (PIB desde la oferta), mientras que para las exportaciones, dentro de las que el petróleo participa notablemente, esperamos que pasen de crecer 2% en 2018 a 3.1% en 2019. Dado el nivel de precios esperado para el *commodity* -a pesar de la reciente corrección-, el financiamiento bancario de estas empresas deberá ser fluido, de hecho es una de las oportunidades de crecimiento de la banca local.

Aunque la cartera comercial correspondiente al sector de utilities relacionados con el gas se ha deteriorado en crecimiento y calidad, esto no coincide con el desempeño de las empresas del sector (distribución y transporte de gas), ni con lo que ha pasado con una *holding* como GEB. En este sentido, este tipo de empresas debería gozar de condiciones crediticias más que favorables para su endeudamiento bancario.

Las empresas relacionadas con la electricidad muestran una relación más directa con el deterioro de la cartera correspondiente. Es probable que se endurezcan las condiciones de endeudamiento vía crédito comercial, especialmente luego de lo ocurrido con Hidroituango.

De 2018 a 2019, esperamos que el PIB real pase de 2.7% a 3.2%, mientras que el PIB de servicios públicos pasa de 2.3% a 3%. Siendo este el caso y tratándose de un sector defensivo asociado positivamente con el PIB, el panorama luce favorable, aunque discriminado por actividad de acuerdo con eventos o condiciones específicas (Hidroituango, fenómeno del niño, etc.). Las condiciones de financiamiento bancario en general son positivas para el sector, aunque no van a ser homogéneas.

De 2018 a 2019, esperamos que el PIB real de consumo privado pase de 2.7% a 2.6% (PIB desde la demanda), mientras que el de Comercio y Transporte pase de 3.6% a 2.8% (PIB desde la oferta). Aunque retail es normalmente un sector defensivo, los productos de estos emisores tienen substitutos, por lo que no esperamos un comportamiento favorable en función del crecimiento económico esperado. Debido a lo anterior, junto con el apalancamiento actual de algunos emisores, las condiciones de endeudamiento bancario deberían endurecerse para este sector. Esto es aún más cierto al tener en cuenta al efecto negativo de la Ley de Financiamiento sobre los emisores retail.

En cuanto a las cementeras, creemos que lo peor ya pasó, y esto se refleja en sus resultados y en el desempeño de la cartera comercial asociada al sector. En la medida en que se evidencien nuevos proyectos y un incremento en los despachos, los emisores del sector no deberían tener problemas con su endeudamiento bancario (en ausencia de problemas legales que puedan presentarse).

Esperamos que de 2018 a 2019 el PIB real de la construcción pase de -2% a 2.4%, por lo que debería evidenciarse recuperación a nivel del emisor igualmente. Creemos que lo peor ya pasó para las cementeras, y esto se refleja en sus resultados y en el desempeño de la cartera comercial asociada al sector. En la medida en que se evidencien nuevos proyectos y un incremento en los despachos, los emisores del sector no deberían tener problemas con su endeudamiento bancario.

Sumando y restando tenemos que:

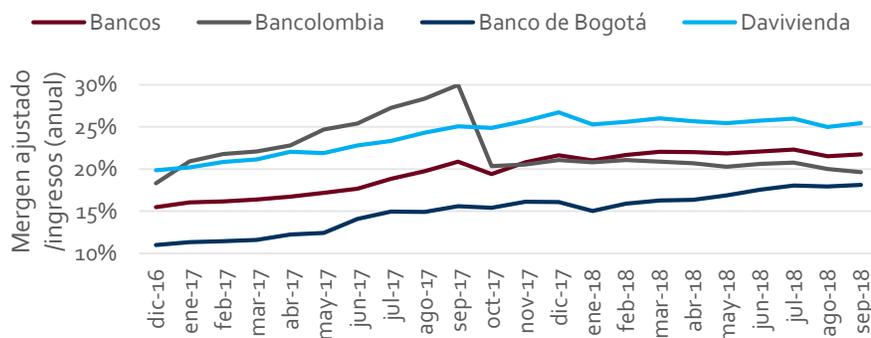
El desempeño de la cartera comercial obliga a la banca a ser más selectiva, lo cual no le va a facilitar las condiciones a las empresas que no tengan un buen desempeño o unas expectativas claras de mejora en sus negocios. Lo que vemos acá y lo que esperamos a nivel sectorial no es concluyente respecto al crecimiento de la cartera comercial en 2019; si bien esperamos una recuperación, a nivel sectorial el comportamiento va a estar desacoplado.

Por otro lado, no debemos olvidar que dadas las reformas regulatorias en curso, los bancos locales no van a necesitar capitalizarse por lo que no se esperan emisiones de bonos híbridos (el reemplazo de los subordinados) o de acciones; en general se espera una menor actividad por parte de los bancos en el mercado de capitales, por lo que deberían facilitarse las condiciones de endeudamiento a los demás sectores en el mercado de capitales local.

Anexo 2: Margen neto de intereses ajustado y resultados recientes de los principales bancos del país

Teniendo en cuenta la tendencia al alza del Margen Neto de Interés (MNI) de los EC a partir de septiembre de 2016, a pesar de que durante ese periodo la tendencia de la tasa repo de BanRep fue bajista, nos surgió la duda respecto a la sostenibilidad de este margen, teniendo en cuenta que la disminución de tasas sí ha sido incorporada por las tasas de colocación. Adicionalmente, la calidad de la cartera tuvo un notable deterioro durante el periodo en cuestión, por lo que el MNI –por lo menos su evolución– podría no estar reflejando adecuadamente el desempeño del negocio de intermediación financiera. Teniendo en cuenta lo anterior, realizamos el cálculo de un MNI ajustado por provisiones (ver “Algo es algo” en [Informe Semanal – Agosto 27 de 2018](#)). En esta ocasión, complementamos el ejercicio realizado, revisando el margen neto de intereses en relación a los ingresos operacionales y realizando el ajuste incluyendo a todos los deterioros (cartera de créditos, inversiones, etc.), corroborando nuestra conclusión de agosto.

Gráfico 1. Margen de intereses sobre ingresos operacionales

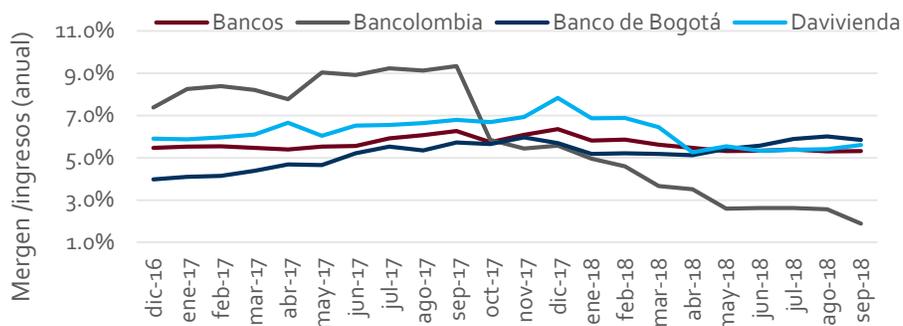


Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

El deterioro en el MNI ajustado de septiembre de 2016 a junio de 2018 coincide con el incremento en 19.3 billones de pesos en el tamaño de la cartera de consumo bruta (crecimiento de 17.7%), que pasó de pesar 27.3% del total a 29% del total, mientras que su indicador de calidad pasó de 4.98% a 5.94%. Mientras tanto, la cartera de vivienda también aumentó su tamaño (10.6 billones de septiembre de 2016 a junio de 2018, creciendo 21.9%), y su participación sobre el total pasó de 12.1% a 13.3%. Sin embargo, el crecimiento absoluto de la cartera de vivienda fue mucho menor, y la calidad de esta cartera es en promedio 3 p.p. menor (mejor) que la cartera de consumo durante el periodo analizado. En conclusión, no creemos que sea sostenible el mantenimiento o la mejora del MIN a partir de una mayor exposición en la cartera de peor calidad (exceptuando microcrédito), a menos que

comience a recuperarse significativamente la calidad de la cartera, algo que esperamos para la segunda mitad de 2019.

Gráfico 2. Margen de intereses ajustado sobre ingresos operacionales



Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Corficolombiana.

Bancolombia al 3T18: El resultado neto de 543 mil millones de pesos para 3T18 publicado ayer por Bancolombia, disminuyó 8.2% t/t y aumentó 20.4% a/a, y fue levemente inferior a nuestra estimación de 570 mil millones (-4.7%). A nivel acumulado, el resultado de 2018 es 3.3% inferior al del año pasado. A pesar de lo anterior, consideramos que estos resultados fueron NEUTRALES, teniendo en cuenta que en términos generales, el comportamiento que esperábamos para las diferentes variables que inciden en el desempeño del banco se presentó.

El impacto de las provisiones continuó siendo elevado, explicado en buena parte por las operaciones puntuales de la cartera comercial (Electricaribe, etc.), mientras que el margen de intermediación de 5.81% fue igual al que se presentó hace un año (0.1 p.p. superior al que estimamos). Para que se presente una recuperación significativa en el desempeño del banco, y en general de la banca colombiana, la calidad de la cartera deberá dejar de deteriorarse, el crecimiento de esta deberá acelerarse, y el margen de intermediación también deberá aumentar. Debemos recordar que el margen de intermediación no va a incrementar sino hasta que BanRep comience a subir sus tasas de interés (segundo semestre de 2019), y no deja de preocupar el impacto que la Ley de Financiamiento tenga sobre el consumo y el crecimiento de la cartera en general.

Davivienda al 3T18: Davivienda registró una utilidad neta de 289 mil millones, aumentando 2.9% t/t y 5.8% a/a. Lo anterior estuvo asociado a la reducción trimestral de 0.8% del margen bruto financiero, junto con el incremento de las provisiones. Aunque el margen neto de interés (MNI) se ubicó en 5.8%, aumentando 1 pb t/t y 48 pbs a/a, el valor por ingreso neto de cartera fue de 2,173 mil millones, reduciéndose 0.7% t/t y aumentando 0.7% a/a. Mientras tanto, la cartera bruta se ubicó en 83.6 billones de pesos y aumentó 2.5% t/t y 8.3% a/a. Dicho crecimiento estuvo impulsado por la modalidad comercial (51% del total),

que se expandió 2.3% t/t y 6.8% a/a así como el crecimiento de la cartera de vivienda, que aumentó 3.5% t/t y 14.9% a/a.

Por su parte, el indicador de calidad la cartera se ubicó en 3.74%, aumentando (empeorando) 10 pbs t/t y 107 pbs a/a. Este importante deterioro se explicó por un mayor indicador en la cartera comercial, que aumentó 192 pbs a/a, y, en menor medida, por el deterioro de la cartera de vivienda. Cabe señalar que la calidad de la modalidad de consumo mejoró en términos trimestrales y anuales. Finalmente, las provisiones aumentaron significativamente, al registrar incrementos de 4.7% t/t y 59.5% a/a, razón por la cual incrementó el costo del riesgo. Cabe señalar que el crecimiento de la cartera de créditos en Colombia fue de 2.4% t/t y 9.0% a/a y la participación de Colombia dentro de la cartera total aumentó desde 80% el trimestre anterior hasta 87%. Por último, se evidenció una reducción en la relación de solvencia, que se ubicó en 12.27% disminuyendo 41 puntos básicos t/t y 25 pbs a/a.

Banco de Bogotá al 3T18: Banco de Bogotá tuvo una utilidad neta de 836 mil millones, aumentando 54.3% t/t y 82.4% a/a gracias al incremento en el ingreso por comisiones netas y otros ingresos. Por su parte, el MNI se situó en 5.9%, aumentando 10 pbs t/t y manteniéndose estable con respecto a 3T17. Vale la pena señalar que el MNI se mantuvo resiliente gracias al incremento en los ingresos netos por intereses (3.2% t/t y 2.1% a/a). Por su parte, la cartera bruta registró una variación positiva de 1.0 t/t y 4.3 a/a al ubicarse en 103.5 billones de pesos. Al eliminar el efecto de la tasa de cambio, el crecimiento trimestral fue de 0.4% mientras que el anual se situó en 3.7% a/a, evidenciando el efecto de la cartera de Centroamérica.

El crecimiento de la cartera fue impulsado por la modalidad de vivienda, que se expandió 2.7% t/t y 9.6% a/a mientras que la cartera comercial (59.7% de la cartera total) se mantiene con ritmos moderados de expansión al crecer 0.2% t/t y 2.1% a/a. Cabe señalar que el 54.4% de la cartera es de Colombia. Finalmente, el indicador de cartera vencida se ubicó en 2.9%, aumentando 60 pbs t/t y 90 pbs a/a, sin embargo, al excluir la cartera vencida extraordinaria de Electricaribe este indicador se reduce hasta 2.4%.

Estado de resultados Bancolombia 3T18

Concepto	3T17	2T18	3T18	Var 3T18/2T18	Var 3T18/3T17
Ingresos por intereses	4,103.9	3,945.7	3,965.6	-1.3%	1.1%
Egresos por intereses	1,551.9	1,399.6	1,397.2	1.5%	-4.8%
Ingreso neto por intereses	2,551.9	2,546.1	2,568.4	-2.8%	5.0%
Utilidad antes de impuestos	713.4	818.3	799.2	9.3%	15.7%
Utilidad neta	450.8	591.7	543.2	2.8%	6.7%

Fuente: Bancolombia. Valores en miles de millones de pesos

Estado de resultados de Banco de Bogotá 3T18

Concepto	3T17	2T18	3T18	Var 3T18/2T18	Var 3T18/3T17
Ingresos por intereses	2826	2680	2815	5.0%	-0.4%
Egresos por intereses	1700	1628	1735	6.6%	2.1%
Ingreso neto por intereses	1106	1153	1103	-4.3%	-0.3%
Utilidad antes de impuestos	779	857	1141	33.2%	46.5%
Utilidad neta	458	541	836	54.3%	82.4%

Fuente: Banco de Bogotá. Valores en miles de millones de pesos

Estado de resultados del Davivienda 3T18

Concepto	3T17	2T18	3T18	Var 3T18/2T18	Var 3T18/3T17
Ingresos por intereses	2296	2350	2320	-1.3%	1.1%
Egresos por intereses	929	872	885	1.5%	-4.8%
Ingreso neto por intereses	1366	1477	1435	-2.8%	5.0%
Utilidad antes de impuestos	375	397	434	9.3%	15.7%
Utilidad neta	271	281	289	2.8%	6.7%

Fuente: Davivienda. Valores en miles de millones de pesos

Equipo de investigaciones económicas

Estrategia Macroeconómica

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-1) 3538787 Ext. 6105

julio.romero@corficolombiana.com

Ana Vera Nieto

Especialista Renta Fija

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

ana.vera@corficolombiana.com

Maria Paula Contreras

Especialista Economía Local

(+57-1) 3538787 Ext. 6164

maria.contreras@corficolombiana.com

Cristhian Alejandro Cruz Moreno

Analista Cambiario y Sectorial

(+57-1) 3538787 Ext. 6120

cristhian.cruz@corficolombiana.com

Juliana Pinzón Tróchez

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6107

juliana.pinzon@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6196

laura.parra@corficolombiana.com

Maria Camila Zambrano Rodríguez

Practicante Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

maria.zambrano@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Gerente de Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

andres.duarte@corficolombiana.com

Luis Miguel Alcega

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6194

luis.alcega@corficolombiana.com

Roberto Carlos Paniagua

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6193

daniel.duarte@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6195

rafael.espana@corficolombiana.com

Andrés Felipe Beltrán

Analista Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6191

andres.beltran@corficolombiana.com

ADVERTENCIA

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

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

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

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

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

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

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

CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA

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

INFORMACIÓN DE INTERÉS

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

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

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

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

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

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

