



Dirección de Investigaciones Económicas, Sectoriales y de Mercado

El conflicto entre Rusia y Ucrania y sus efectos sobre la economía colombiana

Febrero de 2022

Introducción – un conflicto con efectos indirectos pero significativos

La incursión de fuerzas militares rusas en el territorio de Ucrania marca el comienzo de un conflicto que no solo puede desestabilizar el orden internacional surgido a partir de la posguerra, sino que también puede traer consigo consecuencias importantes en el ámbito económico.

Pese a que los países involucrados en este conflicto no tienen un peso significativo en el PIB global, la situación resulta preocupante porque Rusia, además de ser una potencia nuclear transcontinental, es un proveedor clave de varios bienes básicos para el resto del planeta, en particular de petróleo.

Por lo tanto, la imposición de sanciones cada vez más severas, el daño a infraestructura física o la decisión de Rusia de recortar sus ventas a los países occidentales puede llegar a restringir la oferta de estos productos en el mundo.

A esto se suma que la crisis llega en momentos en que la economía global apenas se está reponiendo del impacto negativo de la pandemia, la logística continúa sometida a un intenso estrés y las presiones inflacionarias están a la orden del día.

En ese sentido, el temido escenario de un ataque directo de Rusia a Ucrania, que se materializó desde la noche del pasado miércoles, ha propiciado incrementos marcados en las cotizaciones de los bienes energéticos y los alimentos, ha generado un ambiente de aversión al riesgo en distintas clases de activos y ha acrecentado las expectativas

inflacionarias en diferentes países.

Un panorama de esta naturaleza resulta desafiante para una economía pequeña y abierta, como la colombiana.

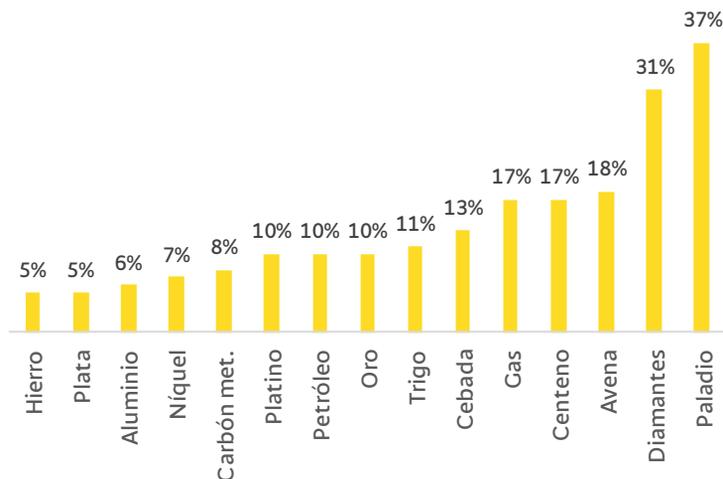
Sin embargo, para el caso de nuestra economía, los canales directos de transmisión de esta crisis no son relevantes. Además de la evidente lejanía geográfica, los vínculos comerciales y financieros de nuestro país con Rusia y con Ucrania no son significativos.

No obstante, los canales indirectos sí son importantes. Entre estos se destacan los precios del petróleo, las cotizaciones de algunos productos e insumos agrícolas y el incremento en la aversión al riesgo en los mercados financieros.

Con respecto al petróleo, una de las principales conclusiones de nuestro análisis es que un incremento de los precios internacionales como el que se está observando no genera en Colombia los efectos positivos que pudo haber propiciado en años anteriores.

Esto se debe a que recientemente los volúmenes de exportación han bajado, al tiempo que el consumo interno se ha incrementado y el déficit del FEPC (Fondo de Estabilización del Precio de los Combustibles) se ha ampliado. Por tales motivos, la sensibilidad tanto de la tasa de cambio como de las cuentas fiscales a los incrementos del crudo es actualmente baja.

Participación de Rusia en la producción de materias primas seleccionadas (% del total)



Fuente: Grupo Bancolombia, Morgan Stanley.

Introducción – un conflicto con efectos indirectos pero significativos (cont.)

Otro punto importante es que la reducción en la oferta de ciertos segmentos del sector agropecuario puede exacerbar las presiones inflacionarias en el rubro de los alimentos. Vale la pena recordar que los factores externos han sido determinantes para que en Colombia la variación del IPC de esta categoría esté en alrededor del 20% anual.

Si a la compleja combinación de fuerzas alcistas que está operando hoy en día se le agrega una afectación prolongada en la disponibilidad de productos como maíz, trigo, cebada, aceite de girasol o fertilizantes, se aleja la posibilidad de una pronta corrección de la inflación de alimentos.

Al margen de los alimentos, dada la importancia que tiene Rusia en la producción de algunos elementos esenciales para la producción de automotores, se podrían generar presiones adicionales en los costos de fabricación que serían transferidos en buena parte al consumidor final.

Por su parte, otro efecto del conflicto Rusia Ucrania que puede traer repercusiones en nuestro país es que la aversión al riesgo que ha marcado el rumbo de los mercados financieros en las últimas jornadas se prolongue por un tiempo adicional.

Para Colombia esto podría traer consigo presiones al alza en la tasa de cambio, la prima de riesgo soberana y la pendiente de la curva de deuda pública, que se añadirían al riesgo idiosincrático de la incertidumbre electoral.

Por último, no podemos olvidar que los eventos recientes intensifican las fuerzas de estanflación que han hecho su aparición en la economía mundial desde el año pasado.

Esto representaría un riesgo en materia de crecimiento, puesto que puede afectar la demanda externa por productos colombianos.

Además, la combinación de un crecimiento más lento con una mayor inflación hará mucho más retadora la actuación futura de las autoridades económicas, especialmente en el frente de la política monetaria.

Por ejemplo, en los últimos días en EE. UU. los operadores de mercado han reducido su expectativa de incrementos en la tasa de los fondos federales, al tiempo que han incrementado sus expectativas de inflación de mediano plazo.

Contener una espiral inflacionaria, pero al tiempo evitar infligir afectaciones sobre los hogares y las empresas, cuando el ambiente geopolítico es el más enrarecido en décadas hará que la normalización de la política monetaria sea en adelante mucho más compleja, no solo en los países desarrollados, sino también en los emergentes.

Todo lo que hemos mencionado pone de manifiesto que el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania, si bien seguirá un curso que es imposible de anticipar, generará repercusiones económicas que vemos inclinadas hacia el lado negativo.

Ningún momento es bueno para una guerra, pero en lo que tiene que ver con la economía global –y también con la doméstica–, lo que está ocurriendo en Europa difícilmente podría darse en una coyuntura más inoportuna.

Rusia es un jugador de primera importancia en el mercado global de petróleo

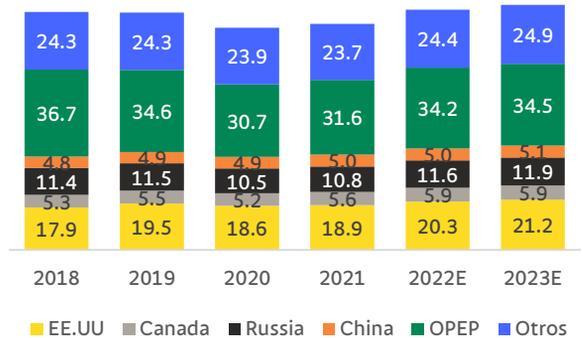
De acuerdo con la EIA, Rusia aporta el 11,5% de la producción mundial de petróleo (11,3 millones de barriles de producción diarios –mbd) y consume el 3,7% de la demanda mundial (3,6 mbd), por lo que es considerado un exportador neto importante. Así mismo, sus vecinos más cercanos, Europa y China, son importadores netos de hidrocarburos; Europa demanda alrededor de 13,5 mbd, mientras no genera producción representativa, y China demanda 14,9 mbd, pero produce 4,9 mbd.

Adicionalmente, desde la pandemia de 2020, la OPEP, realizó una coalición con otros países, entre ellos Rusia, para coordinar de mejor manera los recortes de producción en respuesta a las fuertes reducciones de la demanda. Así, Rusia también tiene, hasta el momento, voz y voto en el cartel OPEP+.

En consecuencia, sanciones directas petroleras a Rusia podrían tener un impacto en producción (oferta) hasta de unos -7,7 mbd, generando un balance de escasez de unos -8 mbd. ¿Sería esto significativo? En nuestra opinión, una disrupción de esta naturaleza tendría repercusiones históricas. Revisando 20 años de información, el desbalance de escasez más relevante fue de -3,84 mbd y en 2008 llevó el Brent a alcanzar un promedio mensual máximo de USD135/barril, explicado por una escasez mensual extendida de alrededor de -1,6mbd.

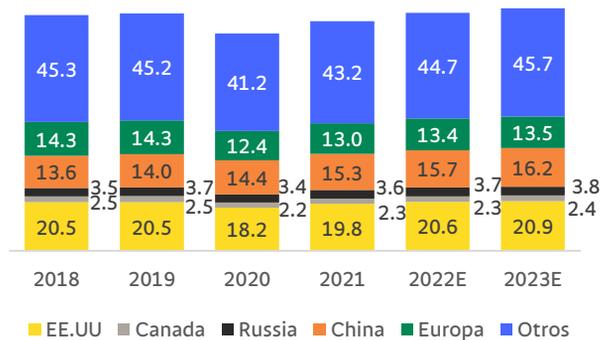
En conclusión, Rusia es un país estratégico para el mercado petrolero global. Es por esto que eventuales sanciones radicales, sin espacios planificados de respuesta de producción por parte de otros países, tendrían un impacto significativo no antes observado en los precios del petróleo. Esta puede ser una explicación de por qué no se adoptaron represalias de este tipo en el primer paquete de sanciones establecido por la comunidad internacional.

Producción mundial de petróleo y otros combustibles líquidos en millones de barriles por día



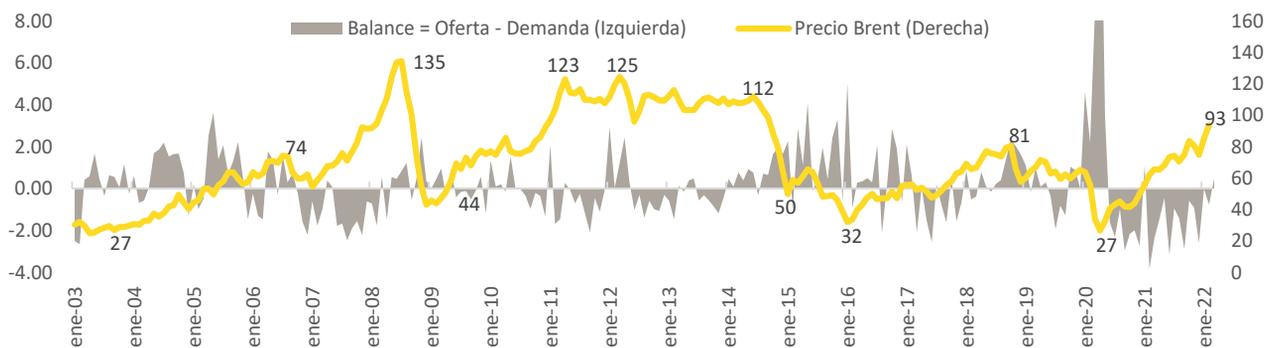
Fuente: EIA.

Consumo mundial de petróleo y otros combustibles líquidos en millones de barriles por día



Fuente: EIA.

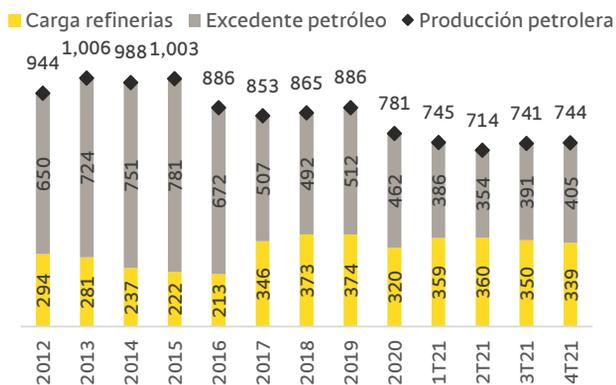
Histórico del balance mundial de petróleo (mbd) y su relación con el precio del Brent (USD/barril) 2003-2022



Fuente: EIA.

Desde los años de boom petrolero, nuestro volumen de exportación ha disminuido. ¿Qué cambió?

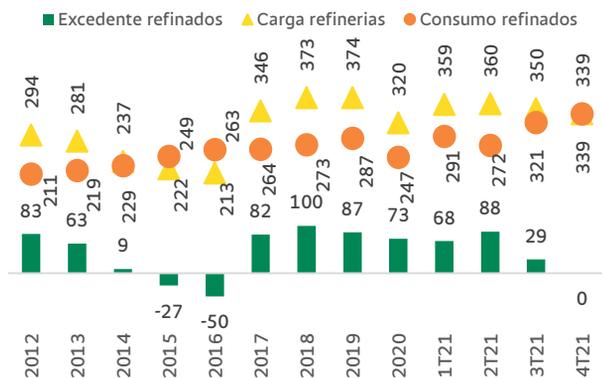
Estimación excedentes de petróleo miles de barriles día



Nuestra capacidad exportadora de hidrocarburos se ha reducido aproximadamente a la mitad desde 2013. Como se observa en la primera gráfica, los excedentes de petróleo pasaron de 724 kbd a 405 kbd a raíz no solo de una disminución en la producción sino también de un aumento en la capacidad de refinación. No obstante, como se observa en la segunda gráfica, el fuerte incremento en ventas de combustibles durante 2021, dado el crecimiento económico, llevó los excedentes de refinados a cero. Por último, en la tercera gráfica se observa como pasamos de tener unos excedentes de exportación en 2013 de 787 kbd a 405 kbd para cierre de 2021, una disminución del 49%.

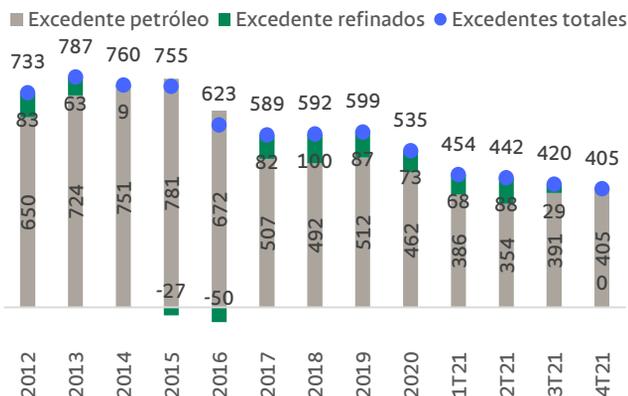
Así las cosas, durante 2021, Colombia hubiese necesitado un precio promedio del Brent de USD186/bl para alcanzar las exportaciones netas de 2013 (USD26 mil millones). Esto, dadas las caídas en excedentes de exportación. En conclusión, un precio de USD100/barril Brent nos traería beneficios, pero estarían lejos de ser cercanos a los que observábamos en 2013.

Estimación excedentes de productos refinados miles de barriles día



Por otro lado, para 2021 esperamos que el déficit del Fondo de Estabilización de Precios del Combustible (FEPC) alcance alrededor de COP11 billones, cifra mucho mayor a los COP7,7 billones que recibiría el Gobierno por dividendos de Ecopetrol según el Marco Fiscal de Mediano Plazo. Por otro lado, inclusive con nuestra estimación de utilidades anuales de COP15,1 billones para Ecopetrol en 2021, el Gobierno recibiría COP9,4 billones como dividendos. De esta manera, es evidente que el año anterior los beneficios fiscales que genera el sector petrolero se vieron opacados por los fuertes subsidios a los combustibles nacionales.

Estimación excedentes totales para exportación



Finalmente, los precios internos del gas no se deberían ver afectados de manera relevante. Esto se debe a que Colombia se autoabastece y no cuenta con infraestructura para exportarlo en cantidades significativas. Por esto, en caso de que Rusia decida recortar el suministro de gas a Europa, fuertemente dependiente, Colombia no tendría posibilidad de ventas al exterior. Así, el mercado local mantiene una dinámica separada del mercado internacional.

Fuentes: Ministerio de Minas, ANH, SICOM, DANE | Cálculos: Bancolombia.

Como resultado del conflicto, el comercio global se podría ver afectado en ciertos segmentos

Uno de los aspectos de la macroeconomía global en donde se pueden concentrar los impactos del conflicto entre Rusia y Ucrania es el comercio internacional. En 2019, por el valor comercializado total en el mundo (exportaciones más importaciones), Rusia participó con 1,7% y Ucrania 0,3%. Esta cifras implican que, en el agregado, cada país es un jugador pequeño dentro de los flujos comerciales mundiales, pero sus fortalezas en determinados productos y la concentración de sus intercambios en la región de Europa Oriental y Asia Central puede llevar a afectaciones importantes para algunos países.

Rusia es un jugador importante en el mercado global de varios grupos de materias primas. Mientras que es el principal demandante de productos de peletería y pieles artificiales (con el 37,1% de las importaciones mundiales de este segmento), participa en más de un 10% del comercio global de fertilizantes, níquel y productos conexos, y combustibles minerales y productos de su destilación (petróleo y gas). También tiene más de un 5% de participación en la oferta de madera y sus manufacturas, metales n.c.p. y sus manufacturas, cereales, hierro y acero y productos de acuicultura.

Esto implica que una interrupción de los suministros de estos productos desde Rusia a los mercados globales implicaría una presión adicional en los precios de las materias primas energéticas, alimentos y metales.

En el caso de Ucrania, el impacto se concentraría, en particular, en el segmento de grasas y aceites animales o vegetales. La menor participación de este país en el comercio internacional hace que su potencial impacto sea mucho menos acentuado. En cualquier caso, se destaca que los segmentos de productos en donde su participación es superior al 1% de las exportaciones mundiales también se concentra en alimentos.

Respecto a la concentración geográfica del comercio de ambos países, esta situación presionaría especialmente a países como Bielorrusia y los de la región del Cáucaso. En América Latina, Paraguay y Ecuador, con un 7,9% y 4,3% de participación de ambos países en sus exportaciones, serían los más expuestos al impacto que la situación pueda causar en el comercio internacional. Entre tanto, entre las grandes economías de la región, solo en Chile (1,2%) y Argentina (1,1%) se destina más del 1% de sus exportaciones hacia estos países, mientras que solo Brasil (2,1%) recibe más del 1% de sus importaciones de estos países. Así, salvo por el efecto que tenga en los precios de las materias primas, la situación no debería afectar la provisión de bienes en nuestra región de manera significativa.

Participación de Rusia en el comercio internacional por segmentos (% del total comercializado, según valor en USD en 2019)

Posición	Participación	Categoría
Demandante	37.1%	Peletería y pieles artificiales
Oferente	14.7%	Fertilizantes
Oferente	13.1%	Níquel y sus manufacturas
Oferente	10.7%	Combustibles minerales y productos de su destilación
Oferente	7.2%	Madera y sus manufacturas
Oferente	6.7%	Metales n.c.p. y sus manufacturas
Oferente	6.4%	Cereales
Oferente	5.5%	Hierro y acero
Oferente	5.1%	Pescados, crustáceos, moluscos

Participación de Ucrania en el comercio internacional por segmentos (% del total comercializado, según valor en USD en 2019)

Posición	Participación	Categoría
Oferente	5.3%	Grasas y aceites animales o vegetales
Oferente	2.3%	Industrias alimentarias, residuos de las mismas
Demandante	1.9%	Fertilizantes
Oferente	1.8%	Minerales, escorias y cenizas
Oferente	1.4%	Malta, almidones, inulina, gluten de trigo
Oferente	1.1%	Madera y sus manufacturas

Participación Rusia/Ucrania en las exportaciones estos países (% del total, según valor en USD en 2019)

Rusia		Ucrania	
País	Participación	País	Participación
Bielorrusia	41.3%	Bielorrusia	12.6%
Armenia	27.5%	Georgia	6.6%
Kirguistán	14.2%	Lituania	3.6%
Lituania	14.0%	Guayana	3.3%
Uzbekistán	13.6%	Moldavia	2.9%
Paraguay	7.9%	Ecuador	0.4%
Ecuador	3.9%	Costa Rica	0.2%
Colombia	0.2%	Colombia	0.1%
Estados Unidos	0.4%	Estados Unidos	0.1%
China	2.0%	China	0.3%
Alemania	2.0%	Alemania	0.4%
Mundo	1.3%	Mundo	0.3%

Participación Rusia/Ucrania en las importaciones estos países (% del total, según valor en USD en 2019)

Rusia		Ucrania	
País	Participación	País	Participación
Bielorrusia	54.8%	Moldovia	9.7%
Kazajistán	36.7%	Georgia	4.4%
Tayikistán	30.3%	Bielorrusia	4.3%
Armenia	29.4%	Azerbaiyán	3.4%
Mongolia	28.2%	Egipto	3.0%
Brasil	2.1%	Costa Rica	0.4%
Bolivia	1.5%	Perú	0.1%
Colombia	0.5%	Colombia	0.1%
Estados Unidos	0.9%	Estados Unidos	0.1%
China	2.9%	China	0.2%
Alemania	2.0%	Alemania	0.3%
Mundo	2.2%	Mundo	0.3%

Fuente: Grupo Bancolombia, UN Comtrade.

Para Colombia, el impacto directo podría estar en importación de abonos y exportación de carne

Participación sobre el total de las importaciones de Colombia
(% del total, según valor en USD de 2018 a 2020)

Segmento		% sobre el total
Rusia		0,5%
Principales productos		
1	Abonos	20,6%
2	Aluminio y sus manufacturas	3,4%
3	Cobre y sus manufacturas	2,4%
Ucrania		0,1%
Principales productos		
1	Metales comunes (titanio, cobalto, wolframio, etc)	4,4%
2	Fundición, hierro y acero	2,1%
3	Minerales metalíferos, escorias y cenizas	1,1%

Fuente: Grupo Bancolombia, Trademap.

Participación sobre el total de las exportaciones de Colombia
(% del total, según valor en USD de 2018 a 2020)

Segmento		% sobre el total
Rusia		0,3%
Principales productos		
1	Carne y despojos comestibles	31,2%
2	Leche y productos lácteos	27,9%
3	Alfombras y demás revestimientos para el suelo	2,4%
Ucrania		0,1%
Principales productos		
1	Objetos de arte o colección y antigüedades	1,9%
2	Frutas y frutos comestibles	0,8%
3	Plantas vivas y productos de la floricultura	0,1%

Fuente: Grupo Bancolombia, Trademap.

En lo que concierne al comercio internacional de Colombia, Rusia y Ucrania representaron apenas el 0,4% de todas las exportaciones del país y el 0,6% de las importaciones en 2021, por lo que los efectos directos sobre estos rubros aparentemente pueden ser mínimos. Sin embargo, las rupturas comerciales que puedan existir con Rusia ante las sanciones que puedan proponer y ejercer nuestros principales socios (EE. UU. y Europa) afectarían la comercialización de ciertos productos relacionados principalmente con el sector agricultor.

Por el lado de las importaciones, del 100% de los abonos comprados desde el exterior, una quinta parte proviene de Rusia. Así, el conflicto podría obligar a los productores locales a buscar un proveedor sustituto por hasta el 20% de los fertilizantes que importamos, que podrían venir de los que hasta ahora son los otros principales proveedores: EE. UU., Trinidad y Tobago, Canadá y China. De los demás bienes, Rusia no es representativo para el abastecimiento local.

En cuanto a exportaciones, Rusia juega un rol clave en la venta de carnes y productos lácteos. Por el lado de la carne, 55% de las exportaciones de carne de bovinos y congelada es hacia Rusia. Asimismo, este país representa 74% de las ventas de mantequilla al exterior y 37% de las de leche y nata. Estos dos sectores serían los más afectados por las repercusiones comerciales que lleguen a implementarse.

Por su parte, como se evidencia en las tablas, por el lado de Ucrania no habría un efecto directo de magnitud considerable sobre el sector externo de Colombia, ya que el abastecimiento de bienes entre estos países es casi nulo.

No obstante, el ascenso reciente del precio de las materias primas favorecería el valor percibido de las ventas al exterior de nuestra canasta tradicional (petróleo, carbón y café) y no tradicional por el lado del oro, y así, las exportaciones podrían favorecerse aún más y seguir en máximos de los últimos seis años. En relación con las importaciones, este nuevo estrés sobre las cadenas de suministro y el fuerte incremento del precio de los combustibles, sumado a la volatilidad de la TRM, podrían también incrementar el valor CIF de las compras al exterior y presionar de nuevo al alza el costo de los fletes y seguros.

Así las cosas, como efecto neto, el impacto sobre las exportaciones sería mayor al de las importaciones, lo que permitiría un menor desbalance comercial. A pesar de esto, el sector agropecuario se verá fuertemente afectado por las sanciones que se impondrían a Rusia.

¿Cómo afectará el conflicto entre Rusia y Ucrania a la agroindustria colombiana?

¿Cuál es la exposición frente a materias primas agropecuarias?

Los dos rubros más relevantes son el trigo, usado en la industria de molinería, panadería y derivados, y los abonos (urea principalmente o materias primas similares), usados para la manufactura de fertilizantes compuestos, esenciales en la agricultura de nuestro país. Ucrania, Rusia y Bielorrusia (incluido en el análisis por su ubicación) suman el 1,6% y 31% de las importaciones de trigo y abonos/fertilizantes desde Colombia, respectivamente.

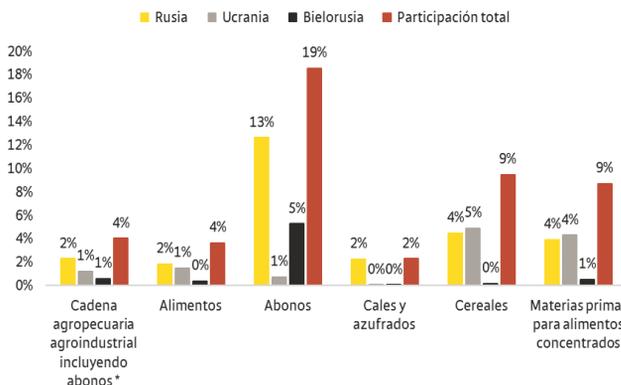
El principal impacto estará en la necesidad de buscar aumentar compras a EE. UU. y Canadá para estas materias primas, o proveedores en otros países, con mayores costos por el alza en los mercados. Dentro de los abonos y fertilizantes, la mayor preocupación se encuentra en la urea, una de las principales fuentes de nitrógeno, cuyo precio internacional se correlaciona con el precio del gas natural, y es conocida la relevancia de Rusia en esta actividad extractiva.

A nivel mundial, la urea, una de las principales fuentes de nitrógeno, es utilizada principalmente en la producción de arroz, maíz, trigo, caña de azúcar, papa, pasturas, frutales y hortalizas. Es de esperarse que, ante un aumento en los costos de producción de estos cultivos en nuestro país, en alguna medida los precios al consumidor también se vean afectados al alza, sea por transmisión del precio a través de la cadena o por menor oferta vía menor interés de siembras (cultivos de ciclo corto, especialmente).

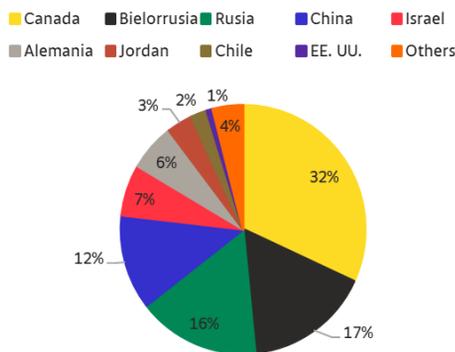
¿Cómo podría afectarse la inflación de alimentos? En el mundo agropecuario, los bienes básicos agroindustriales son los más transados a nivel global, y son los que precisamente forman el índice de precios de alimentos de la FAO. Dentro de esa canasta, los aceites vegetales, el azúcar y los granos (maíz amarillo y soya) son los más relevantes de cara a la producción e importaciones en Colombia. De esa manera, un aumento en las cotizaciones internacionales va a significar un mayor precio local, independientemente de que la materia prima se importe o se produzca en nuestro país.

Para los productores esto significaría una mejoría en margen, pero para la industria alimenticia y el comercio al por menor se vería un aumento de costo de inventarios y, posiblemente, un impacto en ventas en volumen. Adicionalmente, aunque no son las materias primas más relevantes para Colombia, los precios de la avena, el centeno y la cebada tienen el inminente riesgo de subir de manera importante, dado que Rusia representa el 18%, 17% y 13% de la producción global, respectivamente.

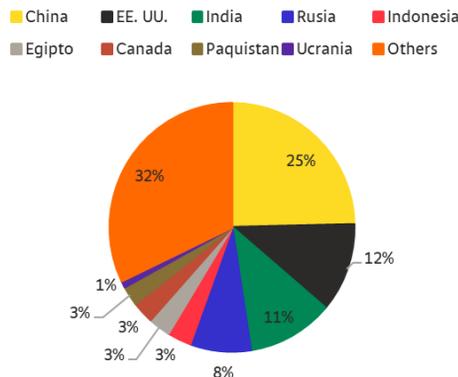
Participación en las exportaciones mundiales por sector de Rusia, Ucrania y Bielorrusia (2020)



Participación por país sobre la producción mundial de potasio (2020)



Participación por país sobre la producción mundial de trigo (2018)

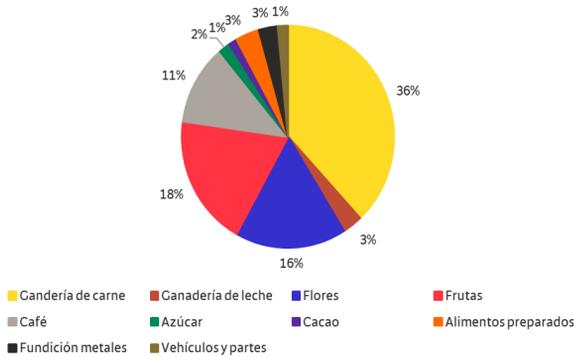


Fuente: Grupo Bancolombia, Trademap, Statista.

*Incluye todas las partidas arancelarias relacionadas al sector agropecuario, agroindustrial y de insumos agropecuarios.

¿Cómo afectará el conflicto entre Rusia y Ucrania a la agroindustria colombiana?

Participación por sector del total de exportaciones colombianas a Rusia, Bielorrusia y Ucrania (2021)



Fuente: Grupo Bancolombia, Sicex.

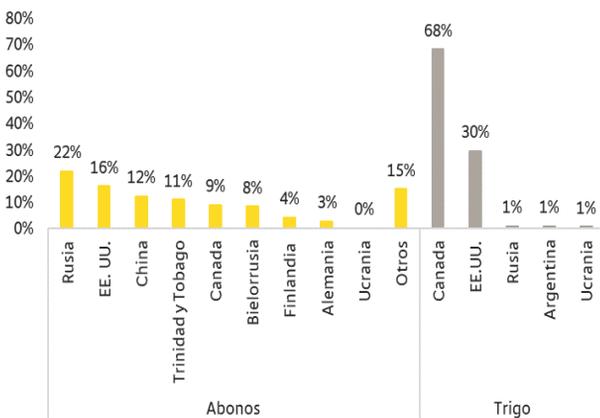
Importaciones colombianas de algunos insumos agropecuarios y materias primas agroindustriales por país (2021)



* Incluye todas las partidas arancelarias relacionadas al sector agropecuario y agroindustrial.

Fuente: Grupo Bancolombia, Sicex.

Principales países proveedores de trigo y abonos para Colombia (2021)



Fuente: Grupo Bancolombia, Sicex.

¿Cuál es el panorama en materia exportadora? Aunque en el agregado estos tres países no son relevantes para las exportaciones agropecuarias y agroindustriales de nuestro país, la situación es diferente si se analiza por sector. Para el caso de la ganadería bovina y de leche la suma de estos tres países representa el 16.2% y 15.97% de las ventas al exterior en dólares, respectivamente. No obstante, las exportaciones en el agregado para esos sectores no son más allá del 2% y 0.27% de las ventas totales, por lo que el impacto no se considera material. Sin embargo, en el sector ganadero de carne cambios en las tendencias de exportación podrían afectar el precio vía especulación.

Hay que tener presente la conexión entre el mundo agroindustrial y el energético (más presión inflacionaria). Un aumento en los precios del petróleo y del gas seguramente va a generar una mayor demanda discrecional (adicional a las mezclas obligatorias) de biocombustibles a nivel global (etanol y biodiesel). Dado que dichos combustibles alternativos se producen principalmente a partir de materias primas del agro (caña de azúcar, maíz amarillo y aceites vegetales, en su mayoría), es de esperarse un impulso adicional en los precios internacionales de estos *commodities* y, por ende, en Colombia vía precio de paridad de importación (formación de precio local). Esto favorecería las empresas del sector azucarero y palmero, pero desde el punto de vista macroeconómico representa un impulso adicional a la inflación de alimentos.

¿Qué impactos adicionales indirectos y posteriores al conflicto prevemos? Dentro de las posibilidades hay que contemplar una situación de impacto económico y de menor acceso a alimentos en países del Medio Oriente y de África, que dependen de Rusia por la vía del comercio internacional, el acceso a fuentes energéticas, financiación u otra vía. Un ejemplo es Egipto, que depende del trigo ruso, pero a su vez es destino de nuestras exportaciones de ganado en pie, y el conflicto podría beneficiarnos si buscan otras fuentes de alimentación, pero del otro lado podría afectarse su economía y disminuir las importaciones desde nuestro país. Sin embargo, en el agregado, África y el Medio Oriente no son una porción relevante de nuestras exportaciones agropecuarias o agroindustriales, por lo que el impacto estaría a nivel de algunos pocos clientes para quienes esa región sea relevante.

Finalmente, la participación de nuestro país en el conflicto, sea por vía militar o diplomática, apoyando a EE. UU. y Europa, podría significar un deterioro de las relaciones diplomáticas con Rusia, e incluso China, países muy relevantes en importación de productos frescos. Se trata de un mercado potencial importante para Colombia (banano, aguacate, flores) que posiblemente quedaría en *stand-by*.

El recrudecimiento en las tensiones geopolíticas ha favorecido el desempeño de las materias primas

A la baja oferta de productos básicos que se estaba presentando a nivel global se ha sumado el contexto de mayor incertidumbre en Europa del Este. El escalamiento en las relaciones geopolíticas entre Rusia y Ucrania han apuntalado el comportamiento ascendente que ya se venía presentando en la cotización de distintas materias primas.

En particular, esto se ha hecho mucho más evidente en el precio de algunos bienes energéticos. Aquí es de resaltar el comportamiento en el precio del carbón, el gas y el crudo, que incluso a la fecha duplicaban la cotización con la que cerraron 2020 y, en su nivel nominal, alcanzaron niveles máximos no observados en ocho años, por lo menos.

En línea con lo anterior, algunos productos agrícolas se han sumado a esta trayectoria, registrando un comportamiento muy similar. En este frente, es de resaltar el incremento de más del 40% en el precio del trigo y de casi el 80% en la cotización del aceite de palma, frente a sus niveles de cierre de 2020.

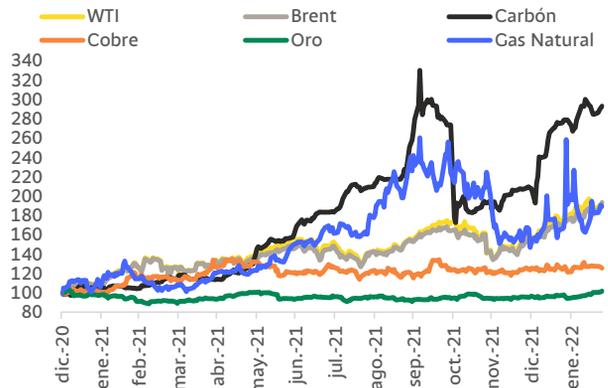
La alta participación de Rusia en la producción mundial de materias primas ha contribuido a este comportamiento.

Este elemento es fundamental ya que, de acuerdo con estadísticas de Morgan Stanley, Rusia representa entre el 10%-20% de la producción mundial de materia primas, donde es de resaltar su participación en bienes como el paladio, diamantes, gas, trigo y petróleo.

Si a esto le sumamos las dislocaciones actuales en las cadenas de suministro a nivel global y el desbalance entre oferta-demanda, es de esperar avances adicionales en la cotización de estos bienes. De acuerdo con analistas internacionales, una reducción de cerca del 8% en las exportaciones de petróleo de este país, podrían desencadenar en un incremento adicional de más del 30% en la cotización del crudo. Esto no solo se vería beneficiado por la oferta proveniente de este país exportador, sino también por las sanciones que Occidente establecería en retaliación al reciente escalamiento.

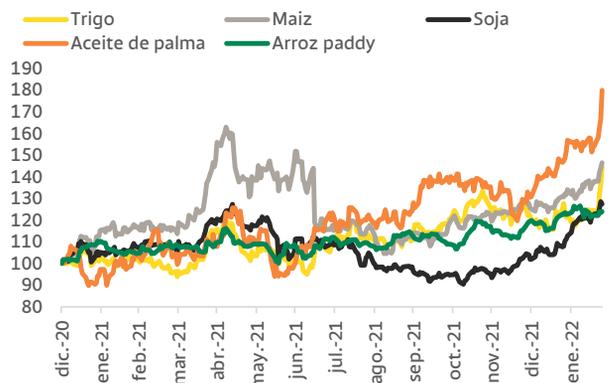
Esto representa un viento de cola para el contexto alcista de precios a nivel global. De acuerdo con el FMI, los rubros de energía y alimentos han explicado más de la mitad del avance observado durante 2021 en los precios a nivel global. Para Colombia, la reducción en la oferta de ciertos segmentos del sector agropecuario puede exacerbar las presiones inflacionarias en el rubro de los alimentos.

Desempeño materias primas energéticas
(base 100: dic-2020)



Fuente: Grupo Bancolombia, Eikon Reuters.

Desempeño materias primas agrícolas
(base 100: dic-2020)



Fuente: Grupo Bancolombia, Eikon Reuters.

La actual coyuntura ha sido especialmente retadora para la renta fija emergente

En lo que respecta al mercado de renta fija, el movimiento ha sido dispar entre regiones. Como habría de esperarse, el aumento en la aversión al riesgo que se suele presentar en estos momentos de tan alta incertidumbre a nivel global ha permitido que los títulos de renta fija en los mercados desarrollados hayan mostrado un comportamiento relativamente positivo, donde se resaltan las valorizaciones observadas en el mercado de Tesoros de EE. UU.

En este frente es de resaltar que el contexto ha coincidido con una importante ampliación en la volatilidad del mercado de renta fija. En efecto, el índice de volatilidad inherente al mercado de deuda pública en EE. UU., MOVE, luego de alcanzar la semana pasada su nivel más alto desde marzo de 2020 ha continuado observando avances que le han permitido ubicarse ya sobre la referencia de 100. Lo anterior, no solo obedece a la coyuntura a la que se enfrenta el globo, sino también al endurecimiento previsto en las condiciones financieras en EE. UU. y la menor profundidad que ha mostrado recientemente el mercado de deuda soberana en este país.

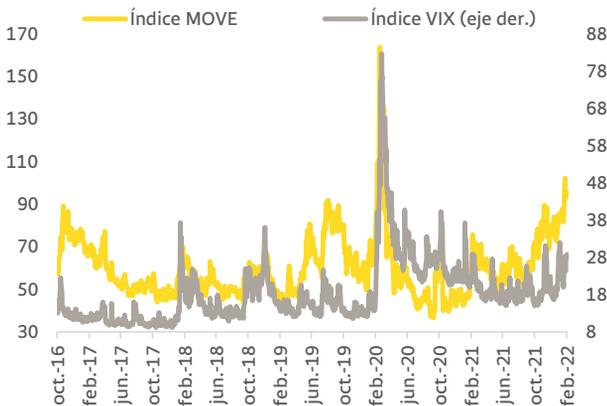
Sin embargo, no todo ha sido malo. En los últimos días, la senda derivada del mercado de derivados en EE. UU. ha mostrado una moderación en la expectativa de incrementos en la tasa de los fondos federales. Esto se ha dado por las perspectivas de algunos operadores sobre la combinación de un crecimiento más lento y un continuo avance de la inflación, que harán mucho más retadora la actuación futura de las autoridades económicas.

En medio de este contexto, el mercado de renta fija emergente se ha visto ampliamente impactado. Lo anterior se ha hecho particularmente evidente en el desempeño del EMBI spread de países como Polonia, Rumania, Hungría y algunos geografías asiáticas.

La región, si bien se ha visto afectado por el escenario de *risk-off*, el movimiento negativo ha sido reducido. En efecto, el EMBI spread de Latinoamérica solo presentó una ampliación de 0,8%, que contrasta con el 8,12% presentado en todo el universo de emergentes.

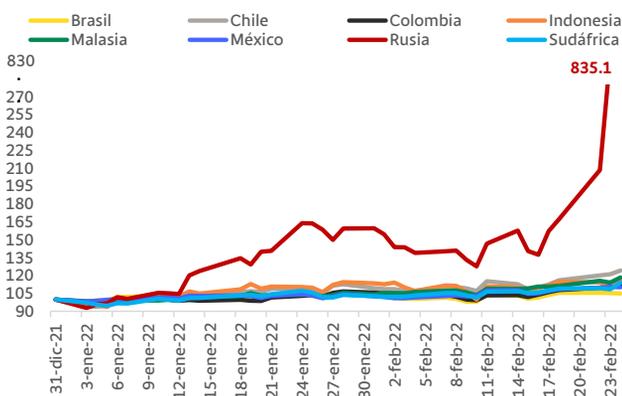
En adelante, creemos que el desarrollo en el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania continuará afectando la demanda por activos emergentes, en donde Colombia no será la excepción. Si embargo, el avance en los precios de las materias primas, en particular en el crudo, permitirán que estas presiones alcistas se vean contrarrestadas y los movimientos finalmente observados no sean tan fuertes a lo ya observados en algunos países de Europa del Este.

Evolución del índice MOVE de Merrill Lynch e índice VIX (índice estandarizado)



Fuente: Grupo Bancolombia, Eikon Reuters, JP Morgan.

Desempeño EMBI spread de países emergentes seleccionados (base 100: dic 2021)



Fuente: Grupo Bancolombia, Eikon Reuters, JP Morgan.

Asia se ha visto particularmente expuesta, mientras que Latam ha mantenido un desempeño positivo

El entorno geopolítico sobre Rusia y Ucrania ha incidido también sobre el comportamiento reciente de las monedas en general. En este entorno, el rublo ruso se ha consolidado como la moneda con peor desempeño, con una depreciación de 14,4% respecto al dólar. Esto no solo ha estado impactado por el escalamiento en el conflicto sino también por el inminente paquete de sanciones económicas que ha emprendido EE. UU. y la Unión Europea contra la economía de este país.

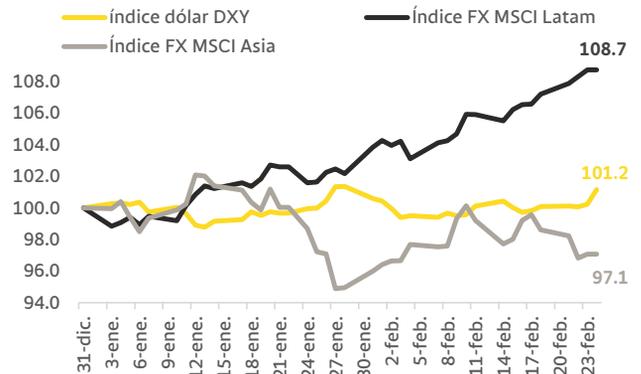
Pese al contexto actual, Latinoamérica ha sido la región menos desfavorecida. De acuerdo con el índice de monedas del MSCI, nuestra geografía ha mantenido un comportamiento favorable durante las última jornadas que le ha permitido registrar una valorización en conjunto de un poco más del 8,5%. Esto contrasta con lo observado en las monedas de Asia, las cuales han registrado una desvalorización de cerca del 3% en lo corrido del año.

Creemos que el escenario más favorable de las materias primas han contribuido a observar menores afectaciones en las monedas de la región. En particular, la posibilidad de observar una contracción de la oferta exportadora por parte de Rusia y Ucrania, ha permitido que el atractivo por activos atados a los bienes básicos se haya mantenido.

En este escenario, el peso colombiano se ha consolidado como la cuarta moneda con mejor desempeño frente al dólar en lo corrido del año. Si bien el menor apetito por riesgo incidió en la jornada de ayer sobre el desempeño inicial del par, que le permitió abrir \$44 por encima del cierre del miércoles, durante la jornada la tendencia predominante fue de corrección. De hecho, el par logró cerrar la jornada \$30 por debajo de su nivel de apertura, consolidándose como la moneda de la región menos afectada por la coyuntura actual. Este movimiento, contrasta con el deterioro en la percepción de riesgo país, medido a través del CDS con vencimiento a cinco años, y la desvalorización observada en los títulos de deuda pública local.

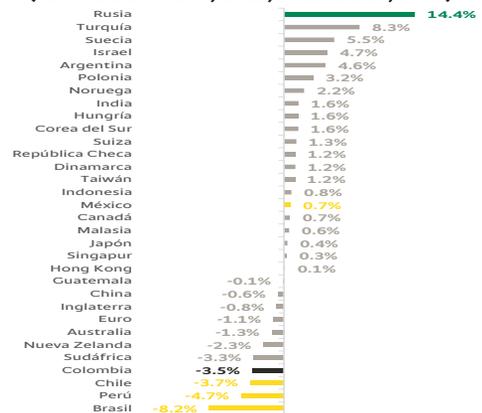
En las próximas jornadas, anticipamos que existirán fuerzas encontradas en el desempeño de nuestra moneda. Por un lado, el avance en la cotización del crudo favorecería el comportamiento previsto del peso colombiano frente al dólar. Sin embargo, la posibilidad de que el dólar a nivel global continúe fortaleciéndose, sumado al cambio previsto en la política monetaria de EE. UU., podría limitar las presiones bajistas derivadas del desempeño de los bienes básicos. A esto se sumaría la proximidad al inicio del periodo electoral en el país que, sin duda, causará un incremento en la volatilidad del par.

Desempeño del índice dólar DXY y índice de monedas para Latam y Asia (base 100: dic. 2021)



Fuente: Grupo Bancolombia, Eikon Reuters.

Desempeño de monedas seleccionadas frente al dólar (var. % diciembre 30, 2021, a febrero 24, 2022)



Fuente: Grupo Bancolombia, Eikon Reuters.

La renta variable en América Latina ha resultado fuertemente afectada en las últimas jornadas

El desempeño del mercado accionario ha presentado una alta volatilidad desde 2021, que se ha incrementado con las recientes noticias sobre la invasión rusa en Ucrania. Primero, el tema electoral afectó los mercados de la región y luego los eventos recientes han generado fuertes correcciones en la última semana. Es así como en promedio, en la última semana, los mercados de Latam han perdido cerca del 2,4%.

Colombia, por su parte, ha sido la excepción. El mercado en la última semana se ha incrementado un 1,2%, sustentado en unos resultados corporativos positivos que han dado soporte al desempeño del índice. Sin embargo, ante las amenazas actuales en inflación, crecimiento económico y volatilidad electoral, nuestra opinión es que posiblemente se puedan presentar correcciones en los próximos meses.

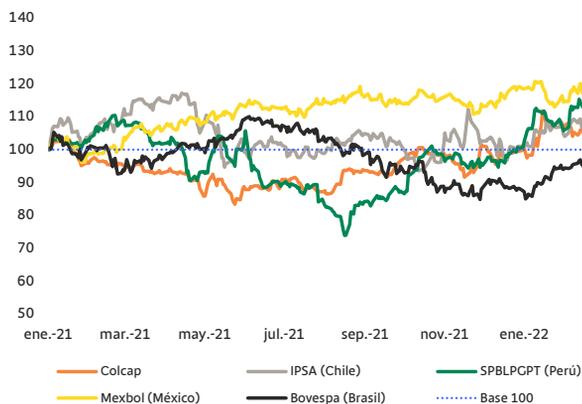
La prima de riesgo del mercado accionario ruso se incrementó un 68% luego de conocida la invasión a Ucrania, mientras que en los mercados de EE. UU. y los países de América Latina, se presentaron incrementos promedio del 2,8%, dando señales claras de la alta volatilidad que estos acontecimientos están generando en los mercados financieros regionales y globales.

Desde un punto de vista sectorial, los resultados financieros de los fondos de pensiones y aseguradoras podrían verse afectados, pues una porción importante de sus resultados proviene del desempeño de los mercados financieros, que en las últimas jornadas han presentado importantes desvalorizaciones, no solo en el mercado de renta variable, sino también en el de renta fija, algo que podría agravarse si las decisiones tomadas por EE. UU. y sus aliados generan presiones inflacionarias e impacto económico, como es de esperarse.

Es por esto que, bajo la actual coyuntura, **continuamos enfocados en nuestro portafolio de activos recomendados compuesto por Cementos Argos, Grupo Energía de Bogotá e ISA,** teniendo en cuenta las expectativas de buenos resultados financieros, al mismo tiempo que el rol de activos defensivos del sector energético con menores niveles de volatilidad ante la coyuntura actual.

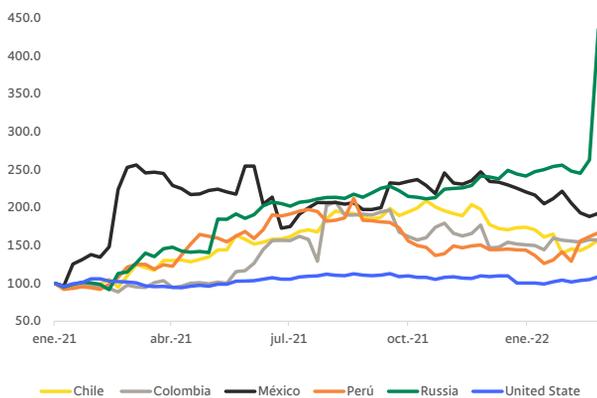
Así mismo, **activos como Ecopetrol y Mineros,** que se encuentran expuestos positivamente al precio del petróleo y el oro, podrían ver beneficiados sus resultados financieros de corto plazo, teniendo en cuenta la escalada en precios que se ha presentado recientemente en estas materias primas.

Desempeño índices accionarios de Latam 2021



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

Evolución prima del mercado accionario



Fuente: Reuters, cálculos Grupo Bancolombia.

El sector automotor tendrá retos adicionales en materia de precios y disponibilidad en vitrinas

El estrés en la logística internacional, la escasez en los semiconductores y el aumento en la TRM eran las razones principales que explicaban, hasta ahora, el aumento en los precios de los vehículos en el país y los bajos niveles de inventarios.

Como resultado, la inflación en los precios de vehículos nuevos y usados viene acelerándose desde 2020, e incluso registrando, por segundo año consecutivo, incrementos superiores a la inflación total.

A raíz del conflicto actual, y la importancia que tiene Rusia en la producción de algunos elementos esenciales para la producción de vehículos, se podrían generar presiones adicionales en los costos de fabricación que, de materializarse, serían transferidos en buena parte al consumidor final.

A su vez, el ritmo de producción mundial de vehículos también podría verse impactado, ejerciendo desafíos adicionales a los inventarios de los concesionarios en mundo.

Los elementos producidos por Rusia que se utilizan en la industria automotriz incluyen:

Paladio: fabricación de catalizadores que ayudan a reducir los gases nocivos expulsados por los motores de vehículos diesel y de gasolina.

Níquel: utilizado en las baterías eléctricas; Rusia es el tercer proveedor más grande en el mundo.

Aluminio: uno de los materiales más importantes, representa hasta el 15% del total de elementos en un vehículo promedio.

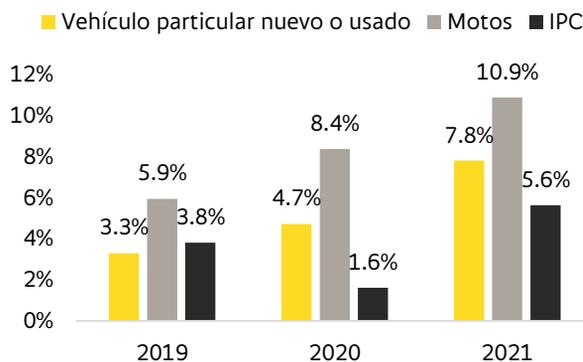
Hierro: componentes de hierro y acero representan cerca del 65% de los materiales en un vehículo promedio.

Cobre: altamente utilizado en los componentes eléctricos y el cableado al interior de los automóviles.

Plomo: fabricación de llantas, baterías y componentes de fibra de vidrio.

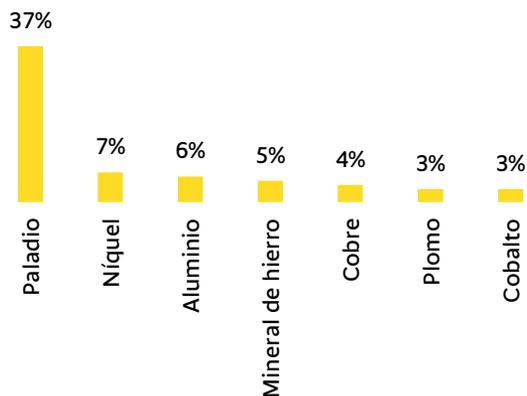
Cobalto: utilizado principalmente para fabricar los *airbags* y las baterías de vehículos eléctricos.

Inflación anual en los últimos tres años



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

Participación de Rusia en la producción mundial de elementos utilizados en la industria automotriz



Fuente: Grupo Bancolombia, WBMS, IEA, Woodmac, Statista, OEC, Morgan Stanley Research.



Dirección de Investigaciones Económicas, Sectoriales y de Mercado

Juan Pablo Espinosa Arango
Director
juespino@bancolombia.com.co

Investigaciones Económicas

Arturo Yesid González Peña
Gerente Cuantitativo y de Analítica
arygonza@bancolombia.com.co

Santiago Espitia Pinzón
Especialista Macroeconómico
sespitia@bancolombia.com.co

Juan Manuel Pacheco Perez
Analista Mercados y Banca Central
jupachec@bancolombia.com.co

Bryan Hurtado Campuzano
Analista Regional e Internacional
brhurtd@bancolombia.com.co

Jorge Eliécer Montoya Gallo
Analista IFRS 9
jomontoy@bancolombia.com.co

Deiby Alejandro Rojas Cano
Analista Macroeconómico
deirojas@bancolombia.com.co

Natalia Sánchez Pérez
Estudiante en Práctica
natasanc@bancolombia.com.co

Investigaciones Sectoriales

Jhon Fredy Escobar Posada
Gerente Sectorial Agroindustria
jhescoba@bancolombia.com.co

Nicolás Pineda Bernal
Gerente Sectorial Comercio
nipineda@bancolombia.com.co

Mateo Andrés Rivera Arbeláez
Analista Sectorial Comercio
marivera@bancolombia.com.co

Andrés Felipe Sarmiento Fernández
Analista Sectorial Agroindustria
ansarmie@bancolombia.com.co

Javier David Villegas Restrepo
Analista Sectorial Inmobiliario y Hotelería
javilleg@bancolombia.com.co

María José Bustamante Grajales
Analista Sectorial Comercio
mabustam@bancolombia.com.co

Santiago Gómez Monsalve
Auxiliar Administrativo
sgmonsa@bancolombia.com.co

Nohemí Samara Gaviria Meléndez
Estudiante en Práctica
nogaviri@bancolombia.com.co

Investigaciones de Mercado

Diego Alexander Buitrago Aguilar
Analista Energía
diebuit@bancolombia.com.co

Juan Camilo Dauder Sánchez
Analista Sector Construcción
jdauder@bancolombia.com.co

Andrea Atuesta Meza
Analista Sector Financiero
aatuesta@bancolombia.com.co

Ricardo Andrés Sandoval Carrera
Analista Petróleo y Gas
rsandova@bancolombia.com.co

Laura Natalia Capacho Camacho
Analista Junior Sectorial
lcapacho@bancolombia.com.co

Juan Esteban Echeverri Agudelo
Comunicaciones
jueagude@bancolombia.com.co

Andrés Camilo Chacón Briceño
Estudiante en Práctica
Anchacon@bancolombia.com.co

Edición

Alejandro Quiceno Rendón
Editor de Investigaciones
aqrendo@Bancolombia.com.co

Condiciones de Uso: Este informe ha sido preparado por la Dirección de Investigaciones Económicas, Sectoriales y de Mercado, un área de investigación y análisis del Grupo Bancolombia. No debe ser distribuido, copiado, vendido o alterado sin la autorización expresa del Grupo Bancolombia, ni debe ser utilizado para cualquier fin distinto a servir como material informativo, el cual no constituye una oferta, asesoría financiera o económica, recomendación personalizada o sugerencia del Grupo Bancolombia para la toma de decisiones de inversión o la realización de cualquier tipo de transacciones o negocios en el mercado público de valores o cualquier otro. El uso de la información suministrada es de exclusiva responsabilidad de su receptor, por lo que será responsabilidad de cada usuario el análisis que desarrolle y las decisiones que se tomen con base en la información que en este documento se relaciona. Antes de tomar una decisión de inversión, usted deberá evaluar múltiples factores tales como los riesgos propios de cada instrumento, su perfil de riesgo, sus necesidades de liquidez, entre otros. El presente informe o documento es tan sólo uno de muchos elementos que usted debe tener en cuenta para la toma de sus decisiones de inversión. Para ampliar el contenido de esta información, le solicitamos comunicarse con su gerente comercial. Le recomendamos no tomar ninguna decisión de inversión hasta no tener total claridad sobre todos los elementos involucrados en una decisión de este tipo. Los valores, tasas de interés y demás datos que allí se encuentren, son puramente informativos y no constituyen una oferta, ni una demanda en firme, para la realización de transacciones. Así mismo, de acuerdo con la regulación aplicable, nuestras opiniones o recomendaciones no constituyen un compromiso o garantía de rentabilidad para el inversionista.

La información y opiniones del presente informe constituyen un análisis a la fecha de publicación y están sujetas a cambio sin previo aviso. Por ende, la información puede no estar actualizada o no ser exacta. Las proyecciones futuras, estimados y previsiones, están sujetas a varios riesgos e incertidumbres que nos impiden asegurar que las mismas resultarán correctas o exactas, o que la información, interpretaciones y conocimientos en los que se basan resultarán válidos. En ese sentido, los resultados reales pueden diferir sustancialmente de las proyecciones futuras acá contenidas. Debe tener en cuenta que la inversión en valores o cualquier activo financiero implica riesgos. Los resultados pasados no garantizan rendimientos futuros. Las entidades que hacen parte del Grupo Bancolombia pueden haber adquirido y mantener en el momento de la preparación, entrega o publicación de este informe, para su posición propia o la de sus clientes, los valores o activos financieros a los que hace referencia el reporte. El Grupo Bancolombia cuenta con políticas de riesgo para evitar situaciones de concentración en sus posiciones y las de sus clientes, las cuales contribuyen a la prevención de conflictos de interés. En relación con tales conflictos de interés, declaramos que (i) Valores Bancolombia S.A. Comisionista de Bolsa y/o Banca de Inversión Bancolombia S.A. Corporación Financiera han participado en la estructuración y/o colocación de valores de renta variable para Bancolombia S.A. (ii) el Grupo Bancolombia es beneficiario real del 10% o más del capital accionario emitido por Valores Simesa S.A., y Protección S.A. (iii) Bancolombia es uno de los principales inversionistas del Fondo Inmobiliario Colombia – FIC. (iv) Valores Bancolombia S.A. Comisionista de Bolsa es filial de Bancolombia S.A. No obstante lo anterior, este informe ha sido preparado por nuestra área de Análisis Bancolombia con base en estrictas políticas internas que nos exigen objetividad y neutralidad en su elaboración, así como independencia frente a las actividades de intermediación de valores y de banca de inversión. La información contenida en este reporte no se fundamenta, incluye o ha sido estructurada con base en información privilegiada o confidencial. Cualquier opinión o proyección contenida en este documento es exclusivamente atribuible a su autor y ha sido preparada independiente y autónomamente a la luz de la información que hemos tenido disponible en el momento. El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.39.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen.

Escala de Recomendaciones: La recomendación de inversión sobre los emisores bajo cobertura por parte de Análisis Bancolombia, se rigen por la siguiente Escala de Recomendaciones que está sujeta a los criterios desarrollados a continuación:

El potencial de valorización es la diferencia porcentual que existe entre el precio objetivo de los títulos emitidos por un determinado emisor y su precio de mercado. El precio objetivo no es un pronóstico del precio de una acción, sino una valoración fundamental independiente realizada por el área de Análisis Bancolombia, que busca reflejar el precio justo que debería pagar el mercado por las acciones en una fecha determinada.

A partir de un análisis de potencial de valorización relativo entre los títulos de las compañías bajo cobertura y el índice COLCAP, se determinan las recomendaciones de los activos, así:

- Sobreponderar:** se da cuando el potencial de valorización de una acción supera por 5% o más el potencial de retorno del índice COLCAP.
- Neutral:** se da cuando el potencial de valorización de una acción no difiere en más de 5% del potencial de retorno del índice COLCAP.
- Subponderar:** se da cuando el potencial de valorización de una acción se encuentra 5% o más por debajo del potencial de retorno del índice COLCAP.
- Bajo Revisión:** la cobertura de la compañía se encuentra bajo revisión y por lo tanto no tiene recomendación ni precio objetivo.

Adicionalmente, a criterio del analista, se continuará utilizando el calificativo “Especulativo” que complementa la recomendación, teniendo en cuenta los riesgos que se vean en el desempeño del activo, su desarrollo futuro y la volatilidad que pueda presentar el movimiento de la acción.

El potencial fundamental del índice se determina con base en la metodología establecida por la BVC para el cálculo del índice COLCAP, considerando los precios objetivo publicados por Análisis Bancolombia. Esto se realizará con la canasta vigente del COLCAP en las fechas de cálculo mayo y noviembre de cada año. Para las compañías que hacen parte del índice, y que no se tienen bajo cobertura, se tomará el consenso de los analistas del mercado.

Actualmente, el área de Análisis Bancolombia tiene 17 compañías bajo cobertura, distribuidas de la siguiente manera:

	Sobreponderar	Neutral	Subponderar	Restringido
Número de emisores con recomendación de:	12	1	3	1
Porcentaje de emisores con recomendación de:	71%	6%	17%	6%