

Escenario macro Colombia

Escenario Macro | 17 de enero de 2019



Economía global

Las respuestas de política económica en los EUA y China limitarían los riesgos de recesión global 2

La Fed elevaría las tasas de interés solo una vez en 2019 para garantizar riesgos equilibrados, mientras que China aliviaría las posturas monetaria y fiscal para estabilizar el crecimiento en torno a 6,0% -6,5%.

América Latina

¿La Fed al rescate? 5

Los precios de los activos en América Latina se recuperaron en los primeros días del año, luego de la retórica más dovish de la Reserva Federal.

Colombia

Las tasas de interés permanecerían estables 7

El banco central mantendría las tasas de interés estables por ahora, ya que la incertidumbre internacional persiste y la actividad muestra signos modestos de repunte. Seguimos esperando dos alzas durante 2019, una vez que la recuperación se vuelva más evidente.

Revisión de Escenario

Mundo

| | 2018 | | 2019 | | 2020 |
|---------|--------|----------|--------|----------|--------|
| | Actual | Anterior | Actual | Anterior | Actual |
| PIB - % | 3,8 | 3,8 | 3,5 | 3,5 | 3,4 |

Brasil

| | 2018 | | 2019 | | 2020 |
|----------------------------|--------|----------|--------|----------|--------|
| | Actual | Anterior | Actual | Anterior | Actual |
| PIB - % | 1,3 | 1,3 | 2,5 | 2,5 | 3,0 |
| BRL / USD (dic) | - | - | 3,90 | 3,90 | 3,90 |
| Tasas de interés (dic) - % | - | - | 6,50 | 6,50 | 8,00 |
| IPCA (%) | - | - | 3,9 | 3,9 | 4,0 |

Argentina

| | 2018 | | 2019 | | 2020 |
|------------------------|--------|----------|--------|----------|--------|
| | Actual | Anterior | Actual | Anterior | Actual |
| PIB - % | -2,2 | -2,2 | 0,0 | 0,0 | 3,0 |
| ARS / USD (dic) | - | - | 50,00 | 50,00 | 60 |
| BADLAR (dic) - % | - | - | 27,00 | 27,00 | 18 |
| Tasa de referencia - % | - | - | 32,0 | 32,0 | 22 |
| IPC - % | 48,0 | 48,0 | 30,0 | 30,0 | 22 |

Colombia

| | 2018 | | 2019 | | 2020 |
|----------------------------|--------|----------|--------|----------|--------|
| | Actual | Anterior | Actual | Anterior | Actual |
| PIB - % | 2,6 | 2,6 | 3,3 | 3,3 | 3,6 |
| COP / USD (dic) | - | - | 3180 | 3180 | 3180 |
| Tasas de interés (dic) - % | - | - | 4,75 | 4,75 | 4,75 |
| IPC - % | - | - | 3,4 | 3,4 | 3,0 |

Paraguay

| | 2018 | | 2019 | | 2020 |
|----------------------------|--------|----------|--------|----------|--------|
| | Actual | Anterior | Actual | Anterior | Actual |
| PIB - % | 4,0 | 4,5 | 4,0 | 4,0 | 4,0 |
| PYG / USD (dic) | - | - | 6100 | 6100 | 6200 |
| Tasas de interés (dic) - % | - | - | 5,25 | 5,25 | 5,00 |
| IPC - % | - | - | 4,0 | 4,0 | 4,0 |

América Latina y el Caribe

| | 2018 | | 2019 | | 2020 |
|---------|--------|----------|--------|----------|--------|
| | Actual | Anterior | Actual | Anterior | Actual |
| PIB - % | 1,0 | 1,0 | 2,0 | 2,0 | 2,6 |

México

| | 2018 | | 2019 | | 2020 |
|----------------------------|--------|----------|--------|----------|--------|
| | Actual | Anterior | Actual | Anterior | Actual |
| PIB - % | 2,0 | 2,0 | 1,7 | 1,7 | 1,7 |
| MXN / USD (dic) | - | - | 20,00 | 20,00 | 19,80 |
| Tasas de interés (dic) - % | - | - | 8,50 | 8,50 | 8,00 |
| IPC - % | - | - | 3,8 | 3,8 | 3,5 |

Chile

| | 2018 | | 2019 | | 2020 |
|----------------------------|--------|----------|--------|----------|--------|
| | Actual | Anterior | Actual | Anterior | Actual |
| PIB - % | 4,0 | 3,9 | 3,5 | 3,5 | 4,0 |
| CLP / USD (dic) | - | - | 645 | 645 | 635 |
| Tasas de interés (dic) - % | - | - | 3,75 | 3,75 | 4,50 |
| IPC - % | - | - | 3,0 | 3,0 | 3,0 |

Perú

| | 2018 | | 2019 | | 2020 |
|----------------------------|--------|----------|--------|----------|--------|
| | Actual | Anterior | Actual | Anterior | Actual |
| PIB - % | 3,8 | 3,8 | 4,0 | 4,0 | 4,0 |
| PEN / USD (dic) | - | - | 3,35 | 3,35 | 3,31 |
| Tasas de interés (dic) - % | - | - | 3,25 | 3,25 | 4,25 |
| IPC - % | - | - | 2,6 | 2,6 | 2,5 |

Uruguay

| | 2018 | | 2019 | | 2020 |
|----------------------------|--------|----------|--------|----------|--------|
| | Actual | Anterior | Actual | Anterior | Actual |
| PIB - % | 1,9 | 1,5 | 1,0 | 1,0 | 3,0 |
| UGY / USD (dic) | - | - | 36,50 | 36,50 | 40,00 |
| Tasas de interés (dic) - % | - | - | 8,50 | 8,50 | 8,00 |
| IPC - % | - | - | 7,5 | 7,5 | 7,0 |

Economía global

Las respuestas de política económica en los EUA y China limitarían los riesgos de recesión global

- ▶ La Fed elevaría la tasa de interés una única vez en 2019 para asegurar riesgos equilibrados. Por ahora, la reducción del balance del banco central continuaría.
- ▶ China flexibilizaría las posturas monetaria y fiscal para estabilizar el crecimiento en torno a 6,0% -6,5%.
- ▶ El acuerdo comercial entre los EUA y China evitaría nuevas alzas arancelarias.
- ▶ Sin embargo, en Europa hay poco espacio para las políticas de estímulo si se materializan los riesgos globales o domésticos.
- ▶ Los precios del petróleo se mantendrán dentro del intervalo 50-60 dólares por barril.

Apenas un alza en la tasa de interés en 2019 para equilibrar los riesgos

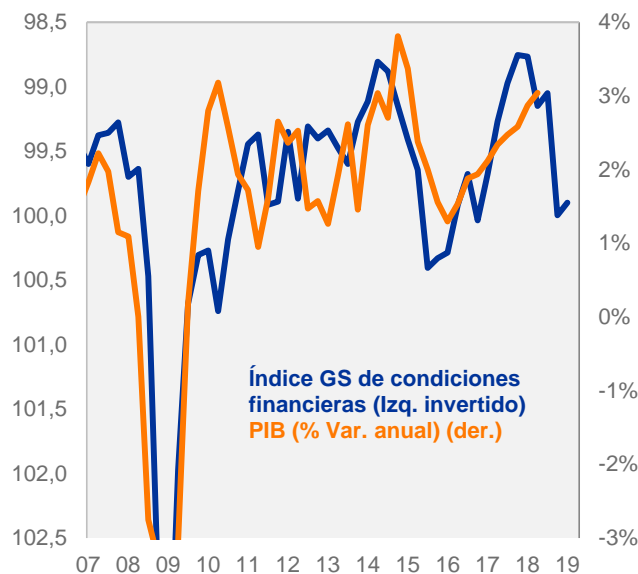
Las condiciones financieras más estrictas parecen ser incompatibles con el doble mandato de la Reserva Federal de pleno empleo e inflación baja y estable. Luego del reciente ajuste, los riesgos de las condiciones financieras están inclinados a la baja, lo que indica que la expansión del PIB se desaceleraría a 1,25% por debajo de las estimaciones de crecimiento potencial (~ 1,75%). La Fed simplemente no necesita que la economía se desacelere tanto, ya que el deflactor subyacente PCE se encuentra en 1,8%, las expectativas de inflación permanecen bien ancladas y la tasa de desempleo se sitúa en 3,9%, un poco abajo de la estimación de la Fed para la Tasa de Desempleo que no Acelera la Inflación (NAIRU en su sigla en inglés) en 4,5%.

Por lo tanto, revisamos nuestra proyección y esperamos ahora una única alza de la tasa de interés, en lugar de dos, en 2019. Los futuros de los Fed funds no incorporan ninguna alza en 2019, pero las condiciones financieras más flexibles parecen justificar un único aumento de la Fed en 2019. La flexibilización adicional de las políticas en China (véase discusión) y el posible acuerdo comercial entre los EUA y China reducirían los riesgos para la perspectiva global y proporcionarían las condiciones adecuadas para un último aumento.

Por ahora, esperamos que la reducción del balance de la Fed continúe conforme a lo planeado. La principal herramienta de la institución es la tasa de interés, ya que la Fed tiene un mejor entendimiento y control sobre la misma. Así, antes de decidir disminuir el

ritmo o interrumpir la normalización del balance, la Fed decidiría cerrar el ciclo alcista de la tasa de interés. Además, los estudios de la Fed apuntan que la normalización del balance solo tendría un impacto modesto sobre las primas de riesgo.

Las condiciones financieras indican un crecimiento por debajo de 2%



Fuente: Goldman Sachs, Haver, Itaú

El Presidente de la Fed, Jerome Powell, señaló recientemente su flexibilidad para ajustar la política (tasas de interés y balance) según sea necesario, lo que parece en línea con nuestro escenario y proporciona cierta protección a los mercados financieros.

En resumen, redujimos nuestra estimación para las tasas de interés con el fin de mantener inalterada la proyección de expansión del PIB de los EUA.

Redujimos nuestra estimación para la tasa de interés de los *Fed funds* a 2,75%, desde 3,00% en 2019, y nuestra proyección para el rendimiento de los títulos del Tesoro a 10 años a 2,75% (desde 3,25%) a fines de 2019 y 2020. Mantuvimos la proyección para el PIB de los EUA en 2,2% en 2019, desde 2,9% en 2018.

China aumentaría los estímulos fiscales y monetarios para estabilizar el crecimiento en torno a 6,0-6,5%.

La actividad continuó moderándose a lo largo de 2018. Esperamos un crecimiento moderado de 6,5% del PIB en 2018 (desde 6,9% en 2017), pero el PMI manufacturero cayó por debajo de 50 en diciembre a raíz de la desaceleración de las exportaciones y los pedidos nacionales, lo que sugiere una mayor desaceleración en el 1T19.

Por lo tanto, existe la justificativa para una nueva ronda de estímulos para estabilizar el crecimiento en 6,0 - 6,5% durante 2019. La Conferencia Central de Trabajo Económico (CEWC) ya marcó un aumento en el estímulo moderado actual para mantener el crecimiento dentro de "un intervalo razonable".

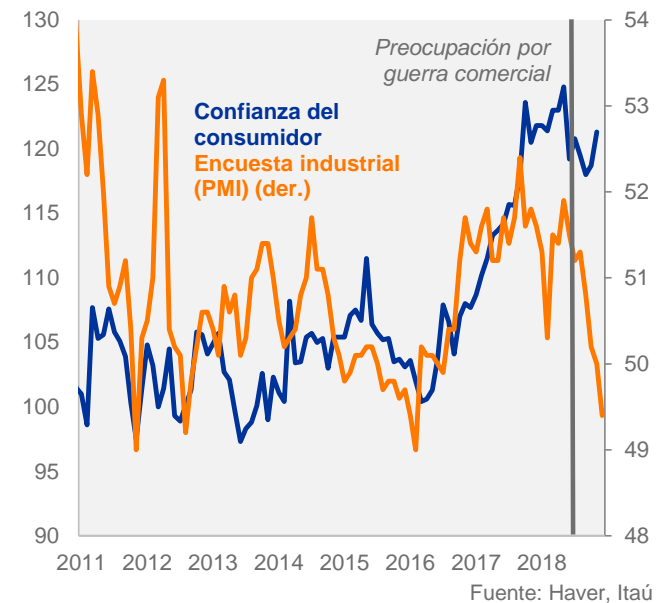
El PBoC sigue flexibilizando la política monetaria. La autoridad monetaria anunció recientemente un recorte de 100 puntos básicos en la tasa de encaje para la mayoría de los bancos y un mayor apoyo a las pequeñas y medianas empresas (PYMES) con tasas de interés más bajas y vencimientos más a largo plazo.

Además, el Politburó impulsaría el estímulo fiscal. Recientemente, las cuotas de emisión de bonos por parte de gobiernos locales aumentaron a 2,0 billones de renminbis en 2019 (desde 1,35 billones de renminbis) y las emisiones fueron adelantadas a enero (en los últimos años habían sido en marzo/abril) para apoyar la inversión en infraestructura. Además, el viceprimer ministro Li Keqiang señaló nuevos recortes de impuestos a corto plazo. Esperamos un recorte del impuesto al valor agregado, equivalente a 0,3% del PIB.

Mantuvimos nuestra proyección para el PIB de China, en 6,1% en 2019 y 5,9% en 2020.

Sin embargo, la efectividad de estas nuevas medidas de flexibilización para estabilizar el crecimiento dependerá de un acuerdo comercial. Si la guerra comercial se intensifica, se obstaculizaría la recuperación de la confianza de los consumidores y las empresas (véase gráfico). En una guerra comercial a gran escala, el crecimiento del PIB de China podría reducirse en 0,9 puntos porcentuales en 2019.

La confianza en China se ve afectada por la guerra comercial



El acuerdo comercial entre los EUA y China evitaría nuevos aumentos de aranceles

La reciente desaceleración y el endurecimiento de las condiciones financieras globales, que ahora se siente en los EUA, conduce al optimismo en relación a un acuerdo comercial. La creciente amenaza de una recesión global alinea en mayor medida los intereses de los presidentes Trump y Xi.

De hecho, se produjeron signos positivos en ambos lados desde la tregua comercial del G20. China reanudó las importaciones de soya de los EUA, redujo los aranceles de los automóviles estadounidenses y mostró una buena disposición para negociar otras demandas clave para los EUA, como la propiedad intelectual, el acceso a los mercados y la política industrial. El presidente Trump viene declarando que "las conversaciones comerciales con China van por buen camino".

Desde nuestro punto de vista, un acuerdo comercial antes del 1 de marzo que evite mayores aumentos de tarifas en 2019 es ahora más probable. La reversión de las tarifas aplicadas en 2018 sigue siendo improbable por ahora, porque la ejecución de todas las medidas acordadas requerirá tiempo.

Europa, sin embargo, cuenta con poco espacio para acomodar shocks

La expansión económica de la zona euro habría permanecido débil en el 4T18. En Alemania, el crecimiento se habría mantenido estancado debido a la caída de la producción industrial. En Francia, estimamos que las protestas de los *Gilets Jaunes* (chalecos amarillos) redujeron el crecimiento en 0,2 puntos porcentuales en el trimestre. En Italia, el crecimiento permaneció débil durante el 4T en medio de preocupaciones presupuestarias y condiciones financieras estrictas. La revisión del déficit presupuestario a 2,0% del PIB (desde 2,4%) alivió las condiciones financieras apenas levemente, por lo que se espera que el crecimiento permanezca débil. De esta forma, esperamos una expansión en la zona euro de 0,2% intertrimestral en el 4T18, el mismo ritmo débil observado en el 3T18. Este resultado está en línea con los bajos registros del último PMI.

Seguimos esperando una desaceleración del PIB en la zona euro a 1,5% este año y a 1,4% en 2020.

Pero hay poco espacio para las políticas de estímulo si la guerra comercial persiste, el acuerdo Brexit fracasa o se materializan los riesgos políticos internos. Primero, el BCE finalizó en diciembre su programa mensual de compra de activos y se encuentra ahora con un balance inflado. En segundo lugar, el BCE continúa indicando la probabilidad de que las tasas de interés se mantengan bajas al menos hasta fines del

3T19. Por último, también hay poco espacio fiscal para el estímulo, ya que la mayoría de los países todavía están luchando por alcanzar la estabilización de la deuda.

Commodities – Precios del petróleo entre 50-60 dólares/barril

El índice de Commodities Itaú (ICI) retrocedió 2,9% desde fines de noviembre. La caída en los precios de la energía (-9,6%) fue parcialmente compensada por aumentos en los componentes agrícola (1,4%) y de metales (2,4%). La creciente probabilidad de un acuerdo comercial entre los EUA y China llevó a alzas en el precio de la soya y el maíz. El precio del mineral de hierro también repuntó en diciembre.

La cotización del petróleo permanecerá dentro del intervalo 50-60 dólares/barril. Consideramos que un precio del petróleo WTI dentro del intervalo 45-55 dólares/barril podría estabilizar la producción de los EUA y ayudar a equilibrar el mercado en 2019. Proyectamos los precios del Brent y del WTI en 60 dólares/barril y 55 dólares/barril, respectivamente.

Redujimos nuestras previsiones para los precios del algodón en 5%, debido a la menor demanda de exportaciones de los EUA.

En conjunto, esperamos un aumento de 5,2% en los precios de los commodities este año.

Proyecciones: Economía global

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Economía mundial | | | | | | | | |
| Crecimiento del PIB Mundial - % | 3,5 | 3,6 | 3,5 | 3,3 | 3,7 | 3,8 | 3,5 | 3,4 |
| EUA - % | 1,8 | 2,5 | 2,9 | 1,6 | 2,2 | 2,9 | 2,2 | 1,5 |
| Zona del Euro - % | -0,2 | 1,4 | 2,0 | 1,9 | 2,5 | 1,9 | 1,5 | 1,4 |
| Japón - % | 2,0 | 0,0 | 1,4 | 1,0 | 1,7 | 0,9 | 1,2 | 1,0 |
| China - % | 7,9 | 7,2 | 6,9 | 6,7 | 6,8 | 6,5 | 6,1 | 5,9 |
| Tasas de interés y monedas | | | | | | | | |
| Fed fondos - % | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,7 | 1,4 | 2,4 | 2,7 | 2,8 |
| USD/EUR - final del período | 1,37 | 1,21 | 1,09 | 1,05 | 1,20 | 1,15 | 1,20 | 1,20 |
| YEN/USD - final del período | 105,4 | 119,8 | 120,4 | 117,0 | 112,7 | 109,7 | 110,0 | 110,0 |
| Índice DXY (*) | 80,0 | 90,3 | 98,7 | 102,2 | 92,1 | 96,2 | 93,0 | 92,8 |
| Commodities | | | | | | | | |
| Índice CRB - a/a - % | -5,2 | -2,9 | -15,1 | 12,0 | 1,5 | -2,2 | 0,2 | -0,4 |
| Índice CRB - var. media anual - % | -3,1 | 1,1 | -14,0 | -1,3 | 6,9 | -0,4 | -2,2 | -0,1 |
| Índice de Commodities Itaú (ICI) - a/a - % | -6,1 | -27,5 | -28,4 | 27,5 | 3,5 | 10,2 | -2,0 | -1,5 |
| Índice de Commodities Itaú (ICI) - media anual - % | -3,7 | -10,2 | -32,7 | -6,4 | 13,3 | 12,0 | 2,1 | -1,9 |
| Metales - var. media anual - % | -1,2 | -14,9 | -29,7 | -2,6 | 25,1 | 3,8 | -2,7 | -0,4 |
| Energía - var. media anual - % | 0,9 | -5,2 | -44,7 | -14,5 | 21,4 | 27,9 | 4,1 | -6,0 |
| Agrícolas - var. media anual - % | -11,5 | -13,6 | -16,0 | -0,4 | -1,5 | 1,0 | 3,3 | 2,6 |

Fuente: FMI, Bloomberg, Itaú

* El DXY es un índice para el valor internacional del dólar americano, que mide su desempeño en relación a una cesta de monedas incluyendo: euro, yen, libra, dólar canadiense, franco suizo y corona sueca.

LatAm

¿La Fed al rescate?

- ▶ Los precios de los activos de América Latina mejoraron durante los primeros días del año debido a la comunicación más *dovish* de la Fed (en respuesta a las condiciones financieras más estrictas). Los avances en las negociaciones comerciales entre China y los EUA también están influenciando los movimientos de los precios.
- ▶ En medio de las preocupaciones por la desaceleración del crecimiento global, la actividad en algunas economías de la región (Chile, Colombia y Perú) parece haber mejorado en el 4T18.
- ▶ Esperamos un crecimiento más fuerte en la región en 2019, pero el escenario externo significa que los riesgos están inclinados a la baja.
- ▶ La reciente señalización proporcionada por la Fed, junto con la actividad aún frágil, abre más espacio para que los bancos centrales que observan tasas de inflación bien comportadas aguarden antes de retirar el estímulo monetario. En México, los aumentos adicionales en las tasas de interés no se pueden dar por seguros, mientras que en Argentina la incertidumbre sobre el escenario político, unida al compromiso con una base monetaria estable, podría presionar las tasas de interés al alza durante 2019.

Los precios de los activos en América Latina mejoraron en los primeros días del año, luego de la retórica más *dovish* de la Reserva Federal (que responde a las condiciones financieras más estrictas). El progreso en las negociaciones comerciales entre China y los EUA también está impulsando el movimiento de los precios. El real brasileño tuvo un desempeño superior al de otras monedas de la región, probablemente como reflejo también de las expectativas de que las reformas fiscales necesarias avanzarán con la nueva administración. Cabe también destacar el desempeño del peso mexicano, que se apreció desde diciembre a partir de niveles débiles. Los mercados recibieron con agrado el presupuesto presentado por el nuevo gobierno – si bien estaba en línea con lo que las autoridades habían indicado anteriormente, el riesgo era un resultado menos favorable para el mercado – y la negociación con los tenedores de bonos del aeropuerto de Ciudad de México. Mientras tanto, en Argentina, el nuevo marco de política monetaria, que tiene como meta una base monetaria estable, logró (al menos por el momento) estabilizar el peso argentino, lo que en realidad significa una apreciación en términos reales. El peso colombiano, el peso chileno y el sol peruano se beneficiaron de una cierta recuperación de los precios de exportación.

En medio de las preocupaciones por una desaceleración mundial, la actividad en algunas de las economías de la región habría mejorado en el 4T18. Los indicadores disponibles muestran un cierto repunte en Chile, Colombia y Perú, luego de un débil 3T18. Mientras tanto, si miramos más allá de la

volatilidad del sector agrícola, la economía de Argentina aún no se ha estabilizado. En Brasil, hubo una acentuada mejora en las condiciones financieras (incluyendo una reducción de la curva de rendimiento), pero aún no benefició a la actividad económica. En México, los datos recientes muestran una desaceleración de la economía luego de un robusto 3T18. Además de la debilidad de la inversión, relacionada con las incertidumbres a las que se enfrenta la economía, la producción manufacturera y las exportaciones cayeron en el margen, lo que podría ser una consecuencia del debilitamiento del crecimiento económico de los EUA.

Esperamos que el crecimiento mejore en 2019 en la mayoría de los países que monitoreamos, pero el escenario externo significa que los riesgos están inclinados a la baja. En Chile, esperamos una moderación a 3,5%, un ritmo aún sólido. En México, es probable que la desaceleración esperada en los EUA y la incertidumbre sobre las políticas internas reduzcan el crecimiento con relación a 2018, pero dado que esperamos que la economía de los EUA siga expandiéndose a un ritmo aceptable (proyectamos un crecimiento de 2,2%), no anticipamos una desaceleración acentuada en México (1,7%). En Argentina, el repunte de la producción agrícola llevaría a una mejora en el crecimiento en relación a este año (esperamos un crecimiento cero, comparado a una contracción de 2,2% en 2018), pero los ajustes en curso y la incertidumbre sobre la continuidad de las políticas luego de las elecciones presidenciales significan que no se puede descartar otro año de crecimiento negativo.

La orientación reciente proporcionada por la Fed, junto con una actividad aún débil, deja espacio para que los bancos centrales que están haciendo frente a una inflación moderada esperen antes de eliminar el estímulo monetario.

En este contexto, no esperamos aumentos en las tasa de interés en Brasil este año. En Chile, el banco central continuaría el ciclo de ajuste gradual iniciado en octubre, ya que los responsables de las políticas consideran que la tasa de referencia está muy por debajo del nivel neutral, mientras que la brecha de producto se sitúa cerca de cero, pero el riesgo es de un ciclo aún más gradual. En Colombia y Perú, no esperamos aumentos en las tasas de interés a corto plazo (aunque esperamos un cierto ajuste en 2019). Sin embargo, en México, el banco central volvió a elevar su tasa de política monetaria en diciembre, ya que la economía enfrenta incertidumbres

en relación al rumbo de la política doméstica, lo que genera volatilidad en el mercado de cambio, en un momento en que la inflación se mantiene muy por sobre la meta. La minuta de la reunión no indica que los miembros del directorio hayan ya decidido continuar con el aumento de las tasas en 2019, pero el tono *hawkish* ciertamente deja abierta esta posibilidad. En este contexto, seguimos esperando un alza adicional de 25 puntos básicos en el 1T19. Finalmente, en Argentina las tasas de interés vienen cayendo, incluso con una base monetaria estable (en realidad, la base monetaria se mantuvo ligeramente por debajo de la meta del banco central en el 4T18). Sin embargo, dados los riesgos en el escenario político, no podemos descartar la necesidad de un marcado aumento de las tasas de interés este año.

Colombia

Las tasas de interés permanecerían estables

- ▶ La recuperación gradual de la actividad continuó en el inicio del 4T18. Las ventas minoristas y la manufactura sorprendieron al alza en octubre, pero esperamos que el repunte de la economía colombiana siga siendo gradual, ya que los precios del petróleo y la confianza privada han retrocedido.
- ▶ El banco central mantendría las tasas de interés estables por el momento, ya que la incertidumbre internacional persiste y la actividad muestra signos moderados de recuperación. Seguimos esperando dos alzas en 2019 a 4,75% una vez que se haya consolidado la recuperación de la actividad. Por ahora, los riesgos se inclinan hacia un ajuste menor de lo esperado anteriormente.
- ▶ Antes del cierre de 2018, el Congreso aprobó una ley de financiamiento diluida que entrará en vigencia este año. Esperamos que la reforma aumente los ingresos en aproximadamente 0,7% del PIB, significativamente inferior al 1,3% necesario para cubrir el déficit presupuestario de 2019, por lo que esperamos el anuncio de algunos recortes de gastos en las próximas semanas.

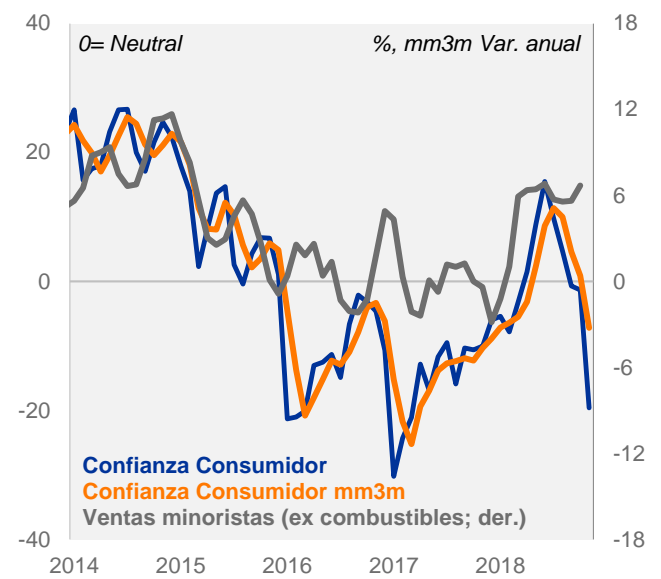
La recuperación de la actividad avanza gradualmente, pero crece la incertidumbre

Las ventas minoristas y la manufactura sorprendieron al alza en octubre. Esta última se vio favorecida por un día hábil adicional en comparación con el año pasado, pero incluso después de ajustar por efectos de calendario y estacionales, la actividad manufacturera fue sólida.

Las ventas minoristas aumentaron 6,5% anual en octubre, desde 5,9% de septiembre. Sin embargo, los riesgos para el crecimiento económico aumentaron con el deterioro de la confianza. En el trimestre que concluyó en octubre, las ventas minoristas avanzaron 5,9%, desde 4,8% en el 3T18 y 6,0% en el 2T18, mientras que las ventas minoristas excluyendo combustibles y vehículos aumentaron 5,9% en el trimestre (4,8% en el 3T18 y 6,2% en el 2T18). En general, el avance en las ventas minoristas habría estado ayudado por los salarios reales más altos (ya que la inflación se redujo) y una política monetaria expansiva. Aun así, el índice de confianza del consumidor del centro de estudios Fedesarrollo registró en noviembre su nivel más bajo desde marzo de 2017 y la cifra más baja registrada en noviembre, en medio de los debates sobre la reforma tributaria. El índice de confianza del consumidor se ubicó en -19,6, lo que constituye una caída significativa desde el -10,0 de noviembre del año pasado (-1,3 puntos en el mes anterior). El deterioro a partir de noviembre de 2017 se debe principalmente a las expectativas de los consumidores a un año, que cayeron 14,7 puntos, a -23,7. Sin embargo, con la versión final de la ley de financiamiento que no es tan dura para los consumidores como se previó inicialmente, la confianza podría

recuperarse en los próximos meses (especialmente si la inflación se mantiene baja y la política monetaria sigue siendo expansiva, como esperamos), ayudando al consumo.

¿Caída pasajera en la confianza?



La recuperación de la manufactura se está afianzando. El aumento anual de 5,8% en la manufactura en octubre (2,9% en septiembre) estuvo liderado por la producción de productos farmacéuticos y medicamentos, bebidas y refinación de petróleo. Después de ajustar por efectos estacionales y de calendario, la manufactura avanzó 5,9% (4,1% anteriormente). En el trimestre que finalizó en octubre, la producción industrial aumentó 4,3%, desde 3,5% en el 3T18 (4,9% en 2T18). Si excluimos la refinación de

petróleo, la actividad se aceleró 3,6% en el trimestre, desde 2,7% en el 3T18 (5,3% en el 2T18). En el margen, la producción industrial se aceleró a 6,0% intertrimestral y ajustado por estacionalidad, desde 4,0% en el 3T18.

Esperamos que el repunte del crecimiento continúe este año, pero se avencinan vientos en contra. Los precios más bajos del petróleo y la desaceleración del crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia limitarán la recuperación. Prevemos un repunte de la actividad de 3,3% este año, desde 2,6% previsto para 2018.

Presión sobre las cuentas externas

Las mayores importaciones llevaron a un déficit de la balanza comercial mayor en octubre, aunque debido en parte a factores transitorios. El déficit comercial llegó a 1,2 mil millones de dólares en octubre, superior al déficit de 489 millones de dólares registrado hace un año, lo que representa el mayor déficit desde abril del año pasado. Como resultado, el déficit comercial acumulado en 12 meses se amplió a 5,8 mil millones de dólares, desde 5,0 mil millones de dólares a junio (6,1 mil millones de dólares en 2017). La reciente ampliación del déficit se explica porque el déficit no energético está aumentando más rápido que la mejora del superávit energético (a medida que cae la cotización del petróleo). Mientras tanto, nuestra serie ajustada por estacionalidad muestra que el déficit de la balanza comercial en el trimestre aumentó a 6,7 mil millones de dólares (anualizado), desde 5,4 mil millones de dólares en el 3T18 (8,0 mil millones de dólares en el 2T18).

A pesar del debilitamiento del peso colombiano, los precios más bajos del petróleo perjudicaron la perspectiva de una corrección de la cuenta externa. En lugar de reducirse ligeramente este año, ahora vemos el déficit de cuenta corriente en 3,3% del PIB (3,0% proyectado anteriormente), la misma tasa registrada en los dos años anteriores. El ajuste de la reforma fiscal al impuesto de retención de los pagos de intereses de bonos del gobierno a extranjeros (desde 14% a 5%) podría impulsar las inversiones de cartera y ayudar a financiar el déficit de cuenta corriente.

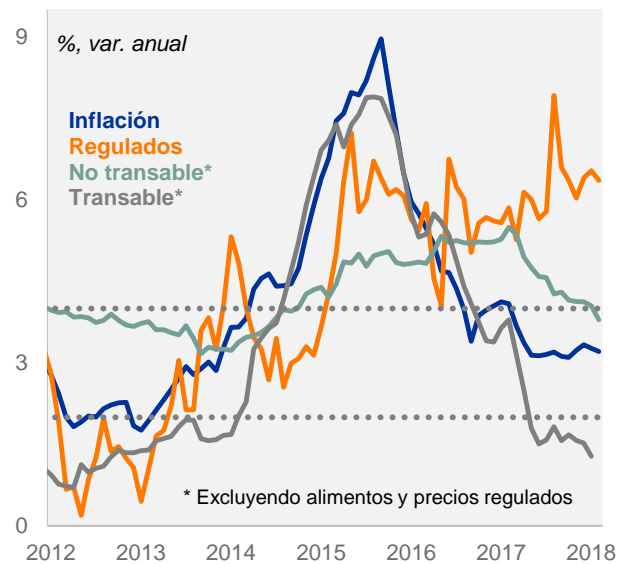
La caída de los precios del petróleo, la aversión al riesgo y las preocupaciones fiscales llevaron al peso a su nivel más bajo desde principios de 2016. En este contexto, no vemos margen para una mejora significativa con respecto a los niveles actuales.

Esperamos el tipo de cambio en 3.180 pesos por dólar a fines de año (fin de 2018: 3.254).

La inflación cierra 2018 cerca de la meta

La inflación anual terminó en 2018 desacelerándose, a 3,18%, desde 3,27% en noviembre, dentro del intervalo de 2% - 4% del banco central por primera vez desde 2014. En general, las presiones inflacionarias son limitadas y la inflación subyacente continúa moderándose. La inflación de bienes regulados lideró la inflación anual, con un crecimiento anual de 6,37% (6,53% en noviembre), seguido de la inflación de bienes no transables (excluyendo alimentos y precios regulados), que cerró el año dentro del intervalo de 2% - 4%, en 3,79%, por primera vez desde agosto de 2015 (4,05% en noviembre). Mientras tanto, la inflación subyacente, excluyendo los precios de los alimentos, se situó en 3,48%, desde 3,70% en noviembre, mientras que la inflación excluyendo alimentos, combustibles y energía retrocedió a 3,01% (desde 3,26%). La inflación de bienes transables (excluyendo alimentos y artículos regulados) siguió reduciendo la inflación (1,09%, desde 1,29% anteriormente).

La inflación no transable se modera



Fuente: Dane, Itaú

Las presiones inflacionarias se moderan en el margen.

La inflación acumulada en tres meses en el último trimestre de 2018 se situó en 3,8% (ajustado por estacionalidad y anualizada), desde 4,3% observado en noviembre, ya que la inflación transable se desaceleró a 0,3% (1,1% en noviembre). También hubo una moderación en la inflación no transable (3,9%, desde 4,4% en noviembre) y en la inflación de alimentos (3,3%,

desde 5,6% en noviembre). Mientras tanto, la inflación de precios regulados aumentó 0,6 puntos porcentuales, a 6,9%.

Las expectativas de inflación cercanas a la meta deberían ayudar a controlar la inflación hacia adelante. Según la encuesta de diciembre del banco central, la perspectiva de la inflación para el horizonte a 1 año se mantuvo prácticamente estable en 3,48% (3,50% en noviembre), mientras que la expectativa de inflación a 2 años se sitúa ahora en 3,20% (3,26% anteriormente).

En 2019 esperamos que la inflación termine el año en 3,4%. La reforma tributaria modificada (que eliminó una propuesta para aumentar las tasas del IVA para alimentos básicos) redujo los riesgos inflacionarios para 2019. Sin embargo, es probable que la inflación aumente durante este año, dado que el tipo de cambio más débil (a raíz de los precios más bajos del petróleo) lleva a un aumento de la inflación transable, los precios de los alimentos se normalizan y entra en vigor un aumento del salario mínimo (6%) por sobre el crecimiento de la productividad. Por otro lado, la brecha de producto aún negativa y las expectativas de inflación controlada deberían contener la aceleración.

Menor probabilidad de alzas en la tasa de interés a corto plazo

En la reunión final de política monetaria de 2018, la Junta Directiva del banco central decidió por unanimidad mantener la tasa de política monetaria (TPM) en 4,25%, como era esperado. Fue la sexta decisión unánime consecutiva. El comunicado de prensa que anunció la decisión no ofreció sesgos. Mientras tanto, las minutas muestran una junta lidiando con una serie de incertidumbres. La inflación fue algo más baja de lo esperado, pero algunos miembros del directorio destacan los posibles choques que pueden afectar los precios en el futuro. Se espera que el crecimiento se recupere el próximo año, sin embargo, no hay consenso sobre la fortaleza del repunte y, por lo tanto, sobre la evolución de la brecha de producto. Mientras tanto, un reciente deterioro de las condiciones externas redujo las expectativas de crecimiento para los socios comerciales y llevó a una expectativa de corrección más lenta del déficit de cuenta corriente. En general, creemos que la Junta Directiva está pendiente de los datos, lo que indica que, en las condiciones actuales, es poco probable que inicie el ciclo de normalización (a partir de 4,25%) a corto plazo. El gerente general Echavarría señaló en la conferencia de

prensa que anunció la decisión de diciembre que no podía descartar un período prolongado de tasas estables. Añadió que la tasa neutral real en Colombia está más cerca de 1,4% que de 2% (lo que significa que la tasa de política actual no implica mucho estímulo, lo que elimina la urgencia de implementar alzas).

No esperamos que la junta modifique la tasa de política monetaria por el momento. La inflación controlada, las expectativas de inflación estables, un entorno externo no exento de riesgos y la recuperación de la actividad que aún no se ha consolidado, todo indica tasas de interés estables a corto plazo. Nuestro escenario base incluye dos alzas este año, llevando la TPM a 4,75%, a medida que la actividad se recupera. Sin embargo, los riesgos se inclinan hacia menos alzas, dada la frágil recuperación.

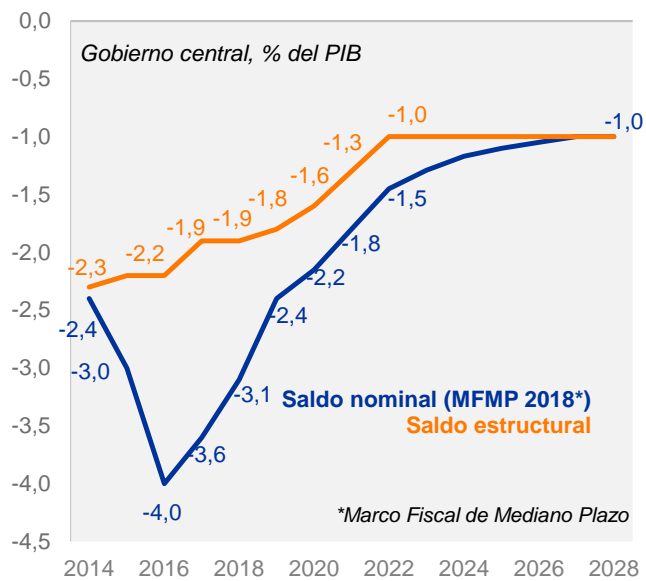
Esperamos recortes de gastos

La ley de financiamiento fue aprobada por el Congreso en diciembre y entrará en vigor este mes. Durante la discusión se agregó una sobretasa a los beneficios del sector financiero. La ley no incluye la disposición inicial y controvertida que habría aumentado el IVA para alimentos de la canasta básica. En general, se espera que la ley aumente los ingresos en alrededor de 0,7% del PIB, significativamente inferior al 1,3% necesario para cubrir el déficit presupuestario de 2019.

Las utilidades para las corporaciones y los inversionistas extranjeros incluyen una reducción de las tasas del impuesto de sociedades desde 33% a 30% (que será implementado progresivamente de aquí a 2022). En lo que representaría un probable impulso a la inversión de cartera en deuda pública, el impuesto de retención de los pagos de intereses de bonos del gobierno a extranjeros se redujo desde 14% a 5%.

Dado que la reforma no alcanzó las expectativas iniciales, el ministro de Hacienda, Carrasquilla, reconoció que algunos recortes de gastos serán anunciados a principios de enero, mientras que la congelación de gastos será implementada en otras áreas. La meta de déficit fiscal para 2019 es 2,4% del PIB, por debajo del 3,1% esperado para 2018, pero una reforma fiscal diluida y los bajos precios del petróleo convierten la meta en un desafío.

Se requiere un ajuste en los gastos



Itaú: Ministerio de Hacienda, Itaú.

Mientras tanto, a medida que la popularidad del presidente Duque disminuye, la agenda de reformas prevista pierde fuerza. Los índices de aprobación de Duque cayeron a 29% en noviembre, según Gallup, desde 41% en octubre y 47% después de que asumiera el cargo en agosto. Este es el índice de aprobación más bajo registrado en dos décadas de encuestas elaboradas por Gallup para este periodo de la presidencia. La pérdida de capital político reduciría la celeridad de cualquier reforma propuesta.

Miguel Ricaurte
Carolina Monzón

Proyecciones: Colombia

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P | 2020P |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Actividad económica | | | | | | | | |
| Crecimiento real del PIB - % | 4,6 | 4,7 | 3,0 | 2,0 | 1,8 | 2,6 | 3,3 | 3,6 |
| PIB nominal - USD mil millones | 382 | 381 | 294 | 282 | 315 | 345 | 362 | 354 |
| Población (millones de habitantes) | 47,1 | 47,7 | 48,2 | 48,7 | 49,3 | 49,8 | 50,4 | 50,9 |
| PIB per cápita - USD | 8.100 | 7.997 | 6.098 | 5.791 | 6.382 | 6.914 | 7.196 | 6.953 |
| Tasa de desempleo - media anual | 9,6 | 9,1 | 8,9 | 9,2 | 9,4 | 9,4 | 9,2 | 9,0 |
| Inflación | | | | | | | | |
| IPC - % | 1,9 | 3,7 | 6,8 | 5,8 | 4,1 | 3,2 | 3,4 | 3,0 |
| Tasa de interés | | | | | | | | |
| Tasa de referencia - final del año - % | 3,25 | 4,5 | 5,75 | 7,50 | 4,75 | 4,25 | 4,75 | 4,75 |
| Balanza de pagos | | | | | | | | |
| COP/USD - final del período | 1.930 | 2.377 | 3.175 | 3002 | 2.932 | 3.254 | 3.180 | 3.180 |
| Balanza comercial - USD mil millones | 2,2 | -6,2 | -15,6 | -11,1 | -6,1 | -5,8 | -6,0 | -4,0 |
| Cuenta corriente - % PIB | -3,3 | -5,2 | -6,3 | -4,3 | -3,3 | -3,3 | -3,3 | -3,0 |
| Inversión extranjera directa - % PIB | 4,2 | 4,2 | 4,0 | 4,9 | 4,4 | 3,5 | 3,7 | 4,2 |
| Reservas internacionales - USD mil millones | 43,6 | 47,3 | 46,7 | 46,7 | 47,6 | 48,0 | 49,4 | 50,9 |
| Finanzas públicas | | | | | | | | |
| Resultado nominal del gob. central - % del PIB | -2,3 | -2,4 | -3,0 | -4,0 | -3,6 | -3,1 | -2,7 | -2,2 |
| Deuda pública bruta del gob. central - % del PIB | 37,1 | 40,2 | 45,0 | 46,0 | 46,6 | 47,1 | 46,7 | 46,0 |

Fuente: FMI, Bloomberg, Dane, Banrep, Haver e Itaú

SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

VIGILADO

Itaú CorpBanca Colombia S.A.

Estudio macroeconómico - Itaú

Mario Mesquita – Economista Jefe

Tel: +5511 3708-2696 –

E-mail: macroeconomia@itaubba-economia.com

Información relevante

La información contenida en este informe fue producida por Itaú Unibanco Holding, dentro de las condiciones actuales del mercado y coyunturas económicas, basadas en información y datos obtenidos de fuentes públicas. Dicha información no constituye, ni debe interpretarse como una oferta o solicitud para comprar o vender un instrumento financiero, o para participar en una estrategia de negocio en particular en cualquier jurisdicción. Todas las recomendaciones y estimaciones que aquí se presentan se derivan de nuestro estudio y pueden ser alteradas en cualquier momento sin previo aviso. Itaú Unibanco Holding no se hace responsable de las decisiones de inversión basadas en la información contenida y divulgada en este documento.

Este informe fue preparado y publicado por el Departamento de Estudios Económicos del Banco Itaú Unibanco S.A. (Itaú Unibanco). Este informe no es un producto del Departamento de Análisis de Acciones de Itaú y no debe ser considerado un informe de análisis para los fines del artículo 1º de la Instrucción CVM n.º 483, de 6 de Julio de 2010. Este material es para uso exclusivo de sus receptores y su contenido no puede ser reproducido, publicado o redistribuido en ninguna forma, en todo o en parte, sin la autorización previa de Itaú Unibanco Holding.