

# Escenario macro - Colombia



Escenario Macro | 21 de agosto de 2019

## Economía global

### Los nuevos aranceles reavivan las preocupaciones por el crecimiento ..... 2

La nueva ronda de aranceles entre Estados Unidos y China ejercerá una mayor presión sobre el crecimiento mundial. Las políticas monetarias se están flexibilizando en la medida de lo posible, y los recortes de tasas están a punto de convertirse en norma general en América Latina.

## Colombia

### Sin recortes, por ahora..... 6

A pesar de que el Banco de la República aseguró que no se están considerando recortes de la tasa, aún prevemos que la flexibilización monetaria comenzaría a fines de este año, dada la controlada inflación subyacente y una decepcionante recuperación de la actividad.

## Revisión de Escenario

### Mundo

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,2	3,2	3,0	3,1

### Brasil

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	0,8	0,8	1,7	1,7
BRL / USD (dic)	3,80	3,80	4,00	4,00
Tasas de interés (dic) - %	5,00	5,00	5,00	5,00
IPCA (%)	3,6	3,6	3,6	3,6

### Argentina

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	-1,4	-1,4	2,5	2,5
ARS / USD (dic)	52,00	52,00	64,00	64,00
BADLAR (dic) - %	42,50	42,50	29,75	29,75
Tasa de referencia - %	50,0	50,0	35,0	35,0
IPC - %	40,0	40,0	30,0	30,0

### Colombia

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	2,6	2,6	2,8	2,8
COP / USD (dic)	3400	3300	3430	3300
Tasas de interés (dic) - %	4,00	4,00	3,50	3,50
IPC - %	3,8	3,4	3,2	3,0

### Paraguay

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	1,0	1,7	3,0	3,5
PYG / USD (dic)	6250	6250	6500	6500
Tasas de interés (dic) - %	4,25	4,50	4,25	4,50
IPC - %	3,0	4,0	4,0	4,0

### América Latina y el Caribe

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	0,6	0,7	1,5	1,5

### México

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	0,6	0,8	1,1	1,1
MXN / USD (dic)	19,20	19,20	19,20	19,20
Tasas de interés (dic) - %	7,50	7,50	6,50	6,50
IPC - %	3,7	3,7	3,4	3,4

### Chile

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	2,4	2,4	2,9	2,9
CLP / USD (dic)	700	685	690	685
Tasas de interés (dic) - %	2,00	2,00	2,00	2,00
IPC - %	2,8	2,8	2,9	2,9

### Perú

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,1	3,1	3,2	3,2
PEN / USD (dic)	3,35	3,35	3,38	3,38
Tasas de interés (dic) - %	2,25	2,25	2,25	2,25
IPC - %	2,1	2,3	2,0	2,0

### Uruguay

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	0,5	0,5	2,0	1,5
UGY / USD (dic)	35,00	36,50	36,70	40,00
Tasas de interés (dic) - %	8,00	8,50	8,00	8,00
IPC - %	7,5	7,5	7,0	7,0

## Economía global

### Los nuevos aranceles reavivan las preocupaciones por el crecimiento

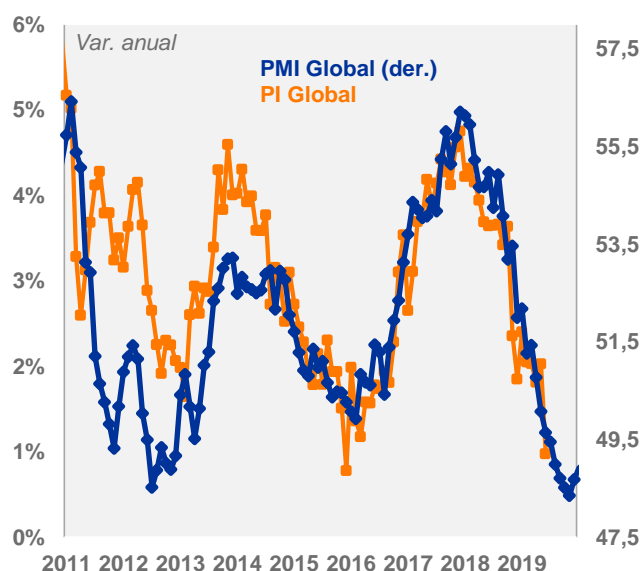
- ▶ La nueva ronda de aranceles entre Estados Unidos y China ejercerá una mayor presión sobre el sector manufacturero mundial.
- ▶ Esperamos que el crecimiento del PIB de Estados Unidos se desacelere a 1,5% en 2020, y que la Fed recorte la tasa 75pb en 2019.
- ▶ Hemos revisado a la baja nuestra proyección de crecimiento del PIB de China para 2020 a 5,7% (desde 5,9%). Esperamos que el yuan se mantenga por encima de 7,0 CNY/USD.
- ▶ En Europa, es probable que el crecimiento se mantenga débil, lo que podría llevar al BCE a recortar la tasa y reiniciar el estímulo cuantitativo.
- ▶ En América Latina, los recortes de la tasa se generalizarían.
- ▶ Es probable que caigan los precios de los metales, en línea con el débil crecimiento mundial.

### La nueva ronda de aranceles entre Estados Unidos y China ejercerá una mayor presión sobre el sector manufacturero mundial

Es probable que Estados Unidos imponga un arancel del 10% a 300 mil millones de dólares de productos importados procedentes de China. El presidente Trump está amenazando con imponer un arancel del 10% a los 300 mil millones de dólares restantes de las importaciones procedentes de China a partir del 1 de septiembre, y agregó que estos nuevos aranceles podrían elevarse a 25% en el corto plazo. En respuesta, China ha señalado que podría tomar represalias nuevamente para proteger sus intereses internos. Parecería bastante improbable que las conversaciones comerciales de agosto impidan que se apruebe este arancel, especialmente después de que el Departamento del Tesoro de Estados Unidos ca

Es probable que esta nueva alza arancelaria reduzca el crecimiento mundial 0,2pp, a 3,0% en 2020. Se prevé que las exportaciones mundiales disminuyan un 5%. Las exportaciones más débiles, junto con una mayor incertidumbre política, afectarán aún más la inversión mundial, lo que probablemente mantendría el PMI manufacturero mundial bajo 50 por más tiempo. La producción industrial continuaría disminuyendo (ver gráfico). Si Trump implementa este nuevo arancel de 10% a 25%, lo que no es una posibilidad remota, estimamos que afectaría el crecimiento mundial otros 0,20pp.

PMI sugiere que la PI continuará siendo débil



Fuente: Haver, Itaú

### Estados Unidos: el crecimiento del PIB se desaceleraría a 1,5% en 2020 y la Fed recortaría la tasa 75pb en 2019

Es poco probable que el recorte proyectado de 75pb de la Fed en 2019 impida que el crecimiento del PIB de Estados Unidos se desacelere por debajo del potencial. Es probable que las exportaciones disminuyan otro 1% en 2020 en un entorno de crecimiento mundial más débil. Este prolongado deterioro y una mayor incertidumbre política probablemente paralicen la inversión fija y empujen a la baja el crecimiento de las nóminas de

empleo a 100 mil (desde 150 mil). Es probable que el consumo se desacelere a 2,0% (desde 2,5%) debido a un crecimiento más lento, lo que sólo se vería parcialmente compensado por los recortes de la tasa de los fondos soberanos de la Fed. En resumen, creemos que el PIB de Estados Unidos crecerá un 1,5% en el 2S19.

Las condiciones financieras parecen vulnerables, ya que esperamos que el crecimiento del PIB se desacelere a 1,5% (levemente bajo el potencial) y que las cifras de nóminas de empleo mensuales se mantengan en 100 mil por mes (alrededor del punto de equilibrio) durante el 2S19. En este contexto, la percepción sobre los riesgos de recesión se volvería más sensible a cualquier sorpresa económica negativa, especialmente porque se consideraría menos probable que una flexibilización de la política de la Fed por encima de los 100pb en 2019 evite una recesión.

**China: El crecimiento del PIB bajó en 2020, a 5,7% (anteriormente: 5,9%). El yuan se mantendría por encima de 7,0**

**China empezaba a estabilizarse a medida que la política estimulativa fue ganando impulso.** Los datos de actividad registraron cifras sólidas en junio y los PMI manufactureros repuntaron a cerca de 50 en julio, lo que reforzó un escenario de crecimiento moderado.

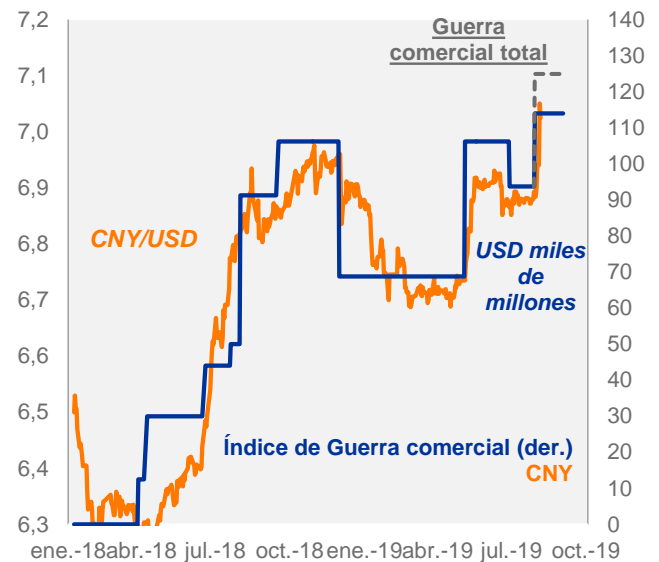
**Las autoridades seguirán confiando en un modesto estímulo fiscal y crediticio para estabilizar el crecimiento.** El estímulo fiscal posiblemente se mantenga limitado a la emisión de deuda pública para apoyar la inversión en infraestructura. Es poco probable que se anuncie un importante paquete de crédito/vivienda, debido a problemas de estabilidad financiera.

**Sin embargo, es probable que la escalada de la guerra comercial empuje a la baja el crecimiento de China en 2020 a 5,7% (antes: 5,9%).** Para 2019, mantenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB en 6,2%.

**La guerra comercial también pesará sobre el yuan.** Nuestro índice de guerra comercial sugiere un yuan entre 7,0 y 7,10 (ver gráfico). Hemos revisado nuestra proyección de tipo de cambio para fin de 2019 a 7,05 yuanes/dólar (desde 6,85). Si Estados Unidos aplica el arancel total (es decir, un arancel de 25% sobre 300 mil

millones de dólares en bienes, en lugar de sólo el 10%), estimamos que el tipo de cambio pasaría a 7,25 CNY/USD, teniendo en cuenta que un superávit de cuenta corriente del 1% del PIB estaría cerca del nivel de equilibrio.

**El yuan se mantendría por encima de 7**



Fuente: Bloomberg, Itaú

**Europa: continuaría el débil crecimiento, lo que probablemente impulse al BCE a recortar la tasa y reiniciar el estímulo cuantitativo**

**Continuaría el débil crecimiento en los próximos trimestres.** El crecimiento de la eurozona se desaceleró a 0,2% trimestral en el 2T19 (desde 0,4% en el 1T19) y los PMI disminuyeron nuevamente en julio, lo que indica que es probable que la actividad continúe débil en los próximos trimestres en un entorno de riesgos a la baja aún elevados derivados de la escalada de la guerra comercial entre Estados Unidos y China y la incertidumbre con respecto al Brexit. Como resultado, la inflación subyacente se mantiene muy baja, en 0,9% interanual en julio, y las expectativas de inflación (medidas como inflación implícita a cinco años) se encuentran en sus mínimos históricos de 1,2% interanual.

**El BCE indicó que en septiembre se implementaría un nuevo paquete de flexibilización en un escenario de crecimiento lento y bajas expectativas de inflación.** El Banco Central cambió el mes pasado, su lineamiento hacia adelante, abriendo la posibilidad de nuevos recortes de tasas, y también sostuvo que estaba estudiando medidas adicionales como el sistema

escalonado y el reinicio de una flexibilización cuantitativa. Por lo tanto, esperamos que el BCE recorte la tasa de depósito 10pb, a -0,50%, en septiembre, probablemente seguido de un sistema de tasa de dos escalones y una reanudación de la flexibilización cuantitativa a un ritmo de 30 mil millones de euros en compras de activos al mes.

**Mantenemos nuestras proyecciones de crecimiento del PIB para 2019 y 2020 sin cambios en 1,0%, pero revisamos nuestro pronóstico de tipo de cambio para fin de 2019 a 1,10 dólares/euro (desde 1,14), suponiendo que el BCE reinicia la flexibilización cuantitativa.**

Consideramos que los riesgos se encuentran inclinados a la baja en relación con nuestras proyecciones.

## América Latina: están por generalizarse los recortes de la tasa

### La actividad continúa débil en toda América

**Latina.** Si bien el crecimiento parece estar mejorando en Argentina, debido principalmente a una mejor cosecha. Existen más componentes cíclicos de la economía argentina que siguen funcionando mal. En Brasil, los datos sugieren un aumento del PIB de 0,5% en el 2T19 -una mejora significativa con respecto al 1T19- aunque las cifras más recientes indican que la economía está nuevamente perdiendo impulso. En México, la segunda economía más grande de la región, la inversión está cayendo considerablemente, lo que aumenta los efectos de la desaceleración de Estados Unidos en el sector exportador. La política fiscal en México también está frenando el crecimiento a corto plazo. En Chile y Perú, el crecimiento también ha sido decepcionante. En Colombia, la economía no está teniendo tan mal desempeño (en relación con su potencial) como en el resto de la región.

### En este contexto, se está generalizando la flexibilización de la política monetaria en la región.

Los países donde la inflación ha sido relativamente baja (Brasil, Chile y Perú) cuentan con un mayor margen de flexibilización. En Chile, donde la tasa de política monetaria se redujo sorpresivamente 50pb en junio, el Banco Central indicó recientemente que es probable que se introduzcan más recortes de tasa. Esperamos que el Banco Central de Chile reduzca la tasa de política monetaria 25pb en septiembre, aunque no podemos descartar un recorte mayor de 50pb (o signos de un ciclo de flexibilización más ambicioso que el de 100pb que esperamos

actualmente, incluyendo el recorte de junio), dados los datos recientes, así como la intensificación del conflicto comercial entre Estados Unidos y China. En Brasil, la autoridad monetaria reanudó los recortes de la tasa con un movimiento de 50pb en julio, apoyada por el progreso obtenido en las reformas fiscales. En Perú, el Banco Central de la Reserva también ha comenzado a flexibilizar la política. Mientras tanto, en México, donde la inflación todavía se encuentra en niveles incómodos y hay riesgos idiosincrásicos para la moneda, esperamos que se introduzcan recortes de tasa en septiembre, aunque no se puede descartar un movimiento en agosto. En Colombia, la necesidad de tasas de interés más bajas es menos obvia, especialmente teniendo en cuenta el amplio déficit de cuenta corriente, el aumento de la inflación general (aunque esto se debe a factores transitorios) y el hecho de que Colombia no está experimentando la misma debilidad que otras economías de la región. Sin embargo, si el crecimiento no llega a las expectativas optimistas del Banco de la República de Colombia, como esperamos, y si las políticas de flexibilización en las economías centrales contienen la depreciación del COP (a pesar del amplio déficit externo), creemos que las autoridades introducirán estímulo monetario. Esperamos que los recortes de la tasa recién comiencen para fines de este año.

## Commodities: los precios de los metales se vieron afectados por la guerra comercial

**El índice de Commodities de Itaú (ICI) se mantuvo básicamente estable en julio (-0,7%).** Proyectamos una caída adicional de 3,0% en los niveles de precios de ICI para fin de 2019.

**Una menor demanda mundial debido a la guerra comercial posiblemente genere una reducción de los precios de los metales.** Ahora esperamos que el cobre ascienda a 5.900 dólares/tonelada (anteriormente: 6.100) para fin de 2019 y fin de 2020, respectivamente. El shock de oferta negativo de Vale apoyará el aumento de los precios del mineral de hierro en el corto plazo. Esperamos que el precio del mineral de hierro cierre 2019 a 95 dólares/tonelada, antes de caer a 85 dólares/tonelada a fin de 2020.

**Mantuvimos nuestra proyección para el precio del petróleo sin cambios en relación con los niveles actuales.** Estimamos que los precios del Brent y del WTI de 60 dólares/barril y 55 dólares/barril,

respectivamente, probablemente estabilicen la producción de la OPEP/Estados Unidos y equilibren el mercado del petróleo en 2019.

**Los precios agrícolas han bajado alrededor de un 4% en el último mes.** Estimamos que los precios del maíz ascenderán a 415 dólares/bushel y los de la soya a 900 dólares/bushel para fin de 2019. La reciente escalada de la guerra comercial podría ejercer una presión adicional a la baja sobre los precios de los granos.

### Proyecciones: Economía global

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P
<b>Economía mundial</b>								
Crecimiento del PIB Mundial - %	3,5	3,6	3,5	3,3	3,7	3,7	3,2	3,0
EUA - %	1,8	2,5	2,9	1,6	2,2	3,3	2,2	1,5
Zona del Euro - %	-0,2	1,4	2,0	1,9	2,5	1,9	1,0	1,0
Japón - %	2,0	0,0	1,3	0,6	1,9	0,8	0,8	0,4
China - %	7,9	7,4	7,0	6,7	6,8	6,5	6,2	5,7
<b>Tasas de interés y monedas</b>								
Fed fondos - %	0,1	0,1	0,3	0,7	1,4	2,4	1,7	1,4
USD/EUR - final del período	1,37	1,21	1,09	1,05	1,20	1,15	1,10	1,10
YEN/USD - final del período	105,4	119,8	120,4	117,0	112,7	109,7	105,0	105,0
Índice DXY (*)	80,0	90,3	98,7	102,2	92,1	96,2	99,5	99,5
<b>Commodities</b>								
Índice CRB - a/a - %	-5,2	-2,9	-15,1	12,0	1,5	-3,8	-5,4	-1,7
Índice CRB - var. media anual - %	-3,1	1,1	-14,0	-1,3	6,9	-0,6	-4,5	-5,6
Índice de Commodities Itaú (ICI) - a/a - %	-6,1	-27,5	-28,4	27,5	3,5	-2,2	0,0	-1,6
Índice de Commodities Itaú (ICI) - media anual - %	-3,7	-10,2	-32,7	-6,4	13,3	10,2	-3,1	-5,1
Metales - var. media anual - %	-1,2	-14,9	-29,7	-2,6	25,1	3,1	7,4	-12,0
Energía - var. media anual - %	0,9	-5,2	-44,7	-14,5	21,4	24,1	-11,3	-6,7
Agrícolas - var. media anual - %	-11,5	-13,6	-16,0	-0,4	-1,5	0,7	-0,7	3,1

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.

## Colombia

### Sin recortes, por ahora

- ▶ El proyecto de ley de presupuesto 2020 supone una moderación en el crecimiento del gasto público, aunque seguirán siendo necesarias las ventas de activos para alcanzar la ambiciosa meta fiscal.
- ▶ Los fuertes vientos en contra a nivel mundial dificultarían una aceleración significativa de la actividad. Seguimos esperando un crecimiento de 2,6% este año (en línea con la cifra de 2018) y de 2,8% en 2020.
- ▶ En un escenario con un amplio déficit de cuenta corriente, las tensiones comerciales latentes han ejercido presión sobre el peso colombiano (COP). A pesar de que el Banco Central aseguró que no se están considerando recortes de la tasa, aún prevemos que la flexibilización monetaria comenzaría a fines de este año, dada la controlada inflación subyacente y una decepcionante recuperación de la actividad. Proyectamos una tasa de política de 3,5% para fines del 1S20, desde el 4,25% actual.

#### Austero presupuesto para 2020 dado el cuestionamiento sobre la credibilidad

El proyecto de ley de presupuesto para 2020 estima un aumento nominal de 9,1% con respecto al presupuesto de este año; excluidos los pagos de la deuda, el gasto público crecería un 7,7%, frente al 11,5% para este año (con una contracción de la inversión de 1%). El presupuesto debe aprobarse antes del 20 de octubre. Esperamos que el Congreso haya aceptado cierta reasignación de gastos para entonces, con el fin de evitar una reducción impopular del gasto de inversión.

#### Las optimistas estimaciones de crecimiento económico (3,6% para este año y 4% para 2020) indican una abrumadora recaudación de ingresos.

Incluso en el caso de sostener expectativas optimistas, el gobierno ha reconocido que sería necesaria la venta de activos estatales para cumplir con las metas de déficit fiscal. Las prácticas contables que se utilizan para incluir flujos extraordinarios, como los ingresos por encima de la línea (compensando así el déficit fiscal) han recibido críticas (incluidas las de las autoridades anteriores), a pesar de la garantía del Ministerio de Hacienda de que la clasificación se encuentra justificada dadas las privatizaciones que se espera se lleven a cabo para las políticas que se aplican. El FMI ha pedido una mayor transparencia fiscal, señalando que el uso de los ingresos de privatización como ingresos corrientes no se considera una mejor práctica en términos de normas contables. Según Fitch, la práctica contable fue una de las razones del cambio en las perspectivas de la calificación de Colombia a negativa.

Los desafíos fiscales siguen siendo elevados en general, con un crecimiento persistentemente bajo en un entorno mundial desfavorable. La tasa más baja de impuesto sobre las sociedades (efectiva a partir del próximo año) ejercerá aún más presión sobre la recaudación de ingresos. Sin una reforma fiscal adicional (lo cual es poco probable dada la falta de capital político), existe una alta probabilidad de que la calificación baje aún más.

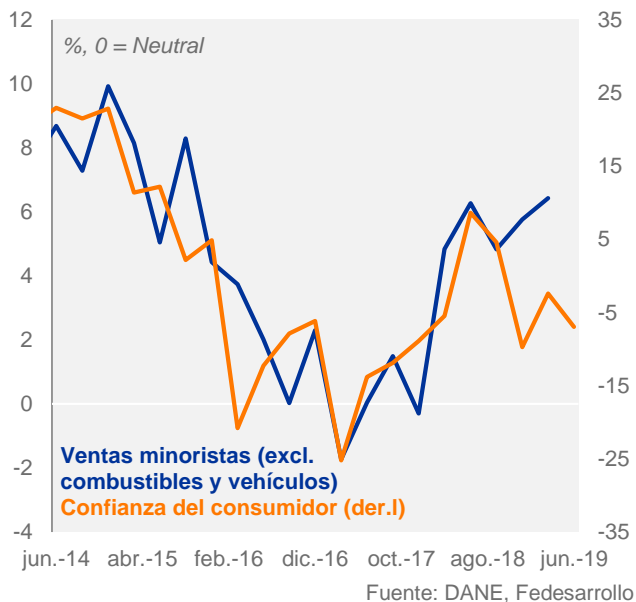
#### Perspectivas de actividad negativas

A pesar de los signos de mejora en mayo, la actividad aún enfrenta obstáculos significativos. El indicador de actividad coincidente (ISE) mostró un crecimiento de 3,1% interanual en mayo, y un bajo 2,4% en el trimestre finalizado en mayo (2,8% en 1T19 y 2,7% en 4T18) y 2,7% para el periodo de 12 meses (2,6% en 2018). En el margen, la actividad se aceleró desde 1,6% trimestral anualizado desestacionalizado en el 1T19 a un 2,54% aún por debajo del potencial en el trimestre (similar al ritmo registrado en el 4T18).

El mercado laboral perdió puestos de trabajo en el 2T19, y la disminución de la participación sugiere un aumento del nivel de desánimo con respecto a la posibilidad de ingresar al mercado laboral. La tasa de participación cayó al nivel más bajo desde el 2T10, conteniendo un nuevo aumento en la tasa de desempleo. La tasa de desempleo nacional se situó en 10,1% en el 2T19, lo que indica un aumento de 0,7pp en lo corrido doce meses, con un aumento del componente urbano de 0,4pp, a 11%. El empleo total cayó un 1,6% interanual, deteriorándose con respecto al 0,5% en el 1T19 y marcando el descenso más

pronunciado desde 2007. Mientras tanto, los datos de confianza, señalan que el pesimismo ha prevalecido entre los consumidores en nueve de los últimos diez meses, lo que sugiere que el débil mercado laboral está afectando la percepción.

### Se espera debilidad a futuro



La baja confianza del consumidor, un mercado laboral débil y nuestra expectativa de menor crecimiento mundial nos llevan a creer que es poco probable que la actividad se acelere considerablemente en el segundo semestre de este año. Por lo tanto, estimamos un crecimiento de 2,6% para este año (estable con respecto al año pasado) y de 2,8% para el próximo año.

### Amplio déficit comercial, a pesar del debilitamiento de las importaciones

Considerable déficit comercial debido a que las débiles exportaciones de petróleo sólo se vieron compensadas en parte por la desaceleración de las importaciones. El déficit comercial acumulado de 12 meses aumentó a 8.200 millones de dólares con respecto a marzo a 8.600 millones de dólares, el más alto desde mediados de 2017. El aumento se debe a una moderación gradual del superávit comercial energético, mientras que el déficit comercial no energético también aumentó. Nuestra propia desestacionalización muestra que el déficit comercial se mantuvo estable en 9.600 millones de dólares (anualizado) en el trimestre.

Las importaciones crecieron al ritmo más lento desde abril de 2018, a pesar del continuo impulso de las importaciones de equipo de transporte (un efecto temporal debido a la renovación de la flota de autobuses en Bogotá). Las importaciones se moderaron a 7,6% durante el trimestre finalizado en mayo (desde 9,4% en el 1T19 y 11,3% en 2018). Las importaciones, excluidas las importaciones de energía y de equipo de transporte, se desaceleraron a 0,8% en el trimestre (desde 7,4% en el 1T19 y 12,4% en 2018), lo que refleja el debilitamiento de la demanda interna.

### Débil demanda interna



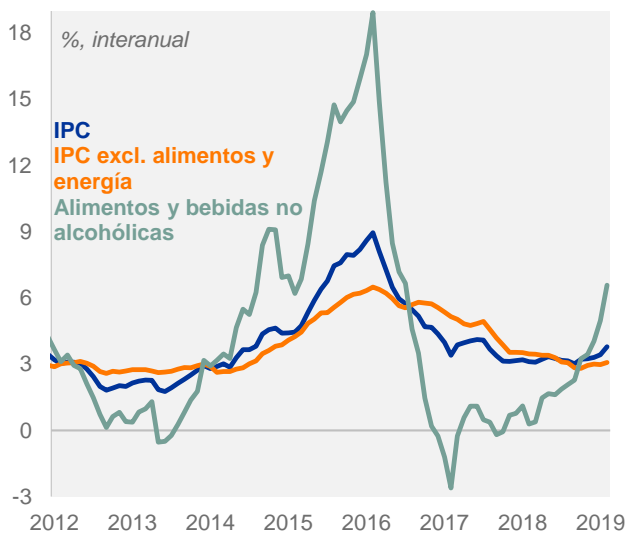
Dada la moderación de la demanda mundial y los bajos precios del petróleo, esperamos que el déficit de cuenta corriente continúe amplio en 4,3% del PIB este año (desde 3,9% el año pasado). El gran déficit de cuenta externa, junto con las preocupaciones fiscales, significa que el peso colombiano se encuentra vulnerable. A pesar de la suspensión del esquema de acumulación de reservas, es posible una mayor acumulación a futuro. Ahora prevemos un tipo de cambio a 3.400 pesos/dólar antes de fin de año; esperamos cierto debilitamiento adicional el próximo año, a 3.430 pesos/dólar.

### Continúan los choques de oferta

Los precios al consumidor repuntaron en julio, a 3,79% (desde 3,43% en junio), impulsados nuevamente por el volátil componente de alimentos. El cierre de una autopista clave, debido a

un desastre natural, que conecta la región oriental del país con Bogotá está ejerciendo presión sobre los precios. Excluidos alimentos y energía, la inflación se mantuvo cerca de la meta de 3%, en 3,08%, aunque se aceleró 10pb con respecto a junio. La inflación de bienes duraderos, que es muy sensible al tipo de cambio, continúa limitando las presiones inflacionarias, en 0,53% con respecto al año pasado (0,41% anteriormente). En el margen, la inflación en los últimos tres meses (desestacionalizada, anualizada) repuntó a 5,4%, desde 2% en el 1T18.

### Inflación en alza



Fuente: Dane, Itaú

La intensidad y persistencia de los choques de oferta indican que la inflación cerraría este año en **3,75%** (frente a una expectativa anterior de **3,4%** y **3,18%** en 2018). A pesar de las contenidas presiones de la demanda (a medida que aumenta la brecha negativa del producto), la inercia y la transferencia por la debilidad del peso nos han llevado a revisar nuestra previsión de inflación a 3,2% para fines de 2020 (desde 3% anteriormente).

### Tasas estables: ¿por cuánto tiempo?

La tasa de política se mantiene sin cambios. El directorio decidió por unanimidad mantener la tasa de política en 4,25% en julio, extendiendo el período de tasas estables a quince meses. El directorio se encuentra a la espera para verificar si mejora la actividad a futuro, lo que reduciría la brecha del producto, aunque el aumento de la inflación general suscita preocupación.

En su segundo informe de inflación del año, subieron las previsiones de inflación a corto plazo, mientras que se espera una recuperación más leve del crecimiento. Las estimaciones de crecimiento son ahora aproximadamente medio punto porcentual más bajas tanto para este año como para 2020, en comparación con el escenario de marzo. Aún así, tras la desaceleración de la actividad en el 1T19, se espera que la recuperación del consumo público y la inversión en obras públicas lideren la recuperación a futuro. Las expectativas de crecimiento se encuentran ahora en 3,0% para este año, desde el 3,5% previsto en marzo.

Se espera que la dinámica de la economía siga mejorando en 2020, beneficiándose de condiciones financieras favorables, el impacto positivo (en la inversión) de la reforma fiscal, la continuidad de los proyectos clave de obra pública y la reactivación de la construcción de viviendas. La estimación se acerca ahora a 3,2% en lugar del 3,7% previsto en el informe de marzo. En general, se espera que la brecha negativa del producto se reduzca gradualmente, aunque el Banco Central todavía espera que persista a fines de 2020 (alrededor del 1% del PIB). El fan chart del Banco Central indica que la inflación cerraría este año en el límite superior del rango de 2%-4% alrededor de la meta (más cerca del 3,2% en la edición de marzo), convergiendo a la meta del 3% el próximo año. Las previsiones oficiales muestran una inflación subyacente (excluidos alimentos y precios regulados) todavía cerca de la meta para el horizonte de previsión (que es parte de la razón por la que consideramos que hay margen para que se introduzcan recortes de la tasa).

Prevedemos una tasa de política en 3,5% antes del cierre del 1S20. Sin embargo, el directorio tendría que obtener confirmación de una actividad más débil de lo esperado (que es probable dada la baja confianza del consumidor, la flexibilización del mercado laboral, la desaceleración de las importaciones y un escenario mundial sin resolver), así como la consolidación de un postura de política monetaria mundial más flexible antes de recortar la tasa.

João Pedro Bumachar  
Carolina Monzón  
Miguel Ricaurte



## Proyecciones: Colombia

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P
<b>Actividad económica</b>								
Crecimiento real del PIB - %	4,6	4,7	3,0	2,1	1,4	2,6	2,6	2,8
PIB nominal - USD mil millones	382	381	294	282	311	331	320	341
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	6.307	6.641	6.349	6.694
Tasa de desempleo - media anual	9,6	9,1	8,9	9,2	9,4	9,7	10,3	10,0
<b>Inflación</b>								
IPC - %	1,9	3,7	6,8	5,8	4,1	3,2	3,8	3,2
<b>Tasa de interés</b>								
Tasa de referencia - final del año - %	3,25	4,5	5,75	7,50	4,75	4,25	4,00	3,50
<b>Balanza de pagos</b>								
COP/USD - final del período	1.930	2.377	3.175	3002	2.932	3.254	3.400	3.430
Balanza comercial - USD mil millones	2,2	-6,2	-15,6	-11,1	-6,1	-7,1	-8,5	-8,7
Cuenta corriente - % PIB	-3,3	-5,2	-6,3	-4,3	-3,3	-3,9	-4,3	-4,1
Inversión extranjera directa - % PIB	4,2	4,2	4,0	4,9	4,5	3,3	4,2	3,7
Reservas internacionales - USD mil millones	43,6	47,3	46,7	46,7	47,6	48,4	53,0	57,0
<b>Finanzas públicas</b>								
Resultado nominal del gob. central - % del PIB	-2,3	-2,4	-3,0	-4,0	-3,6	-3,1	-2,6	-2,3
Deuda pública bruta del gob. central - % del PIB	37,1	40,2	45,0	46,0	47,0	50,6	51,9	51,2

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

## Estudio macroeconómico - Itaú

## Mario Mesquita – Economista Jefe

Tel: +5511 3708-2696 –

E-mail: macroeconomia@itaubba-economia.com

## Información relevante

- Este informe fue elaborado y publicado por el Departamento de Investigación Macroeconómica de Itaú Unibanco S.A. ("Itaú Unibanco"). Este informe no es un producto del Departamento de Análisis de Acciones de Itaú Unibanco o Itaú Corretora de Valores SA y no debe considerarse como un informe de análisis a los efectos del artículo 1 de la Instrucción CVM 483 del 6 de julio de 2010.
- Este informe está destinado únicamente a proporcionar información macroeconómica y no constituye y no debe interpretarse como una oferta de compra o venta o como una solicitud de una oferta para comprar o vender cualquier instrumento financiero o para participar en una estrategia determinada de negocios en cualquier jurisdicción. La información contenida en este informe fue considerada razonable al momento de su publicación y se obtuvo de fuentes públicas que se consideraron confiables. Sin embargo, Itaú Unibanco no ofrece ninguna seguridad o garantía, ya sea expresa o implícita, en cuanto a la integridad, confiabilidad o exactitud de esta información. Este informe tampoco pretende ser una lista completa o resumida de los mercados o desarrollos que se abordan en él. Las opiniones, estimaciones y proyecciones expresadas en este informe reflejan la opinión actual del analista responsable del contenido de este informe en la fecha de su publicación y, por lo tanto, están sujetas a cambios sin previo aviso. Itaú Unibanco no tiene la obligación de actualizar, modificar o enmendar este informe e informar al lector.
- Las opiniones expresadas en este informe reflejan con precisión, única y exclusivamente las visiones y opiniones personales del analista a cargo y fueron producidas de manera independiente e autónoma, incluso en relación con Itaú Unibanco, Itaú Corretora de Valores SA y otras compañías del grupo económico de Itaú Unibanco.
- Este informe no puede reproducirse ni redistribuirse a ninguna otra persona, en su totalidad o en parte, para ningún propósito sin el consentimiento previo por escrito de Itaú Unibanco. Información adicional sobre los instrumentos financieros discutidos en este informe está disponible a pedido. Itaú Unibanco y / o cualquier otra compañía de su grupo económico no es responsable y no será responsable de ninguna decisión, inversión o de otro tipo, basada en los datos aquí divulgados.

**Nota adicional:** Este material no tiene en cuenta los objetivos específicos, la situación financiera o las necesidades de ningún cliente en particular. Los clientes deben obtener asesoramiento financiero, legal, contable, económico, crediticio y de mercado individual en función de sus objetivos y características personales antes de tomar cualquier decisión basada en la información aquí contenida. Al acceder a este material, usted reconoce que conoce las leyes de su jurisdicción con respecto a la provisión y venta de productos de servicios financieros. Usted reconoce que este material contiene información de propiedad exclusiva y acepta conservar esta información únicamente para su uso exclusivo. También confirma que comprende los riesgos relacionados con el mercado discutidos en este material.

## Información relevante para Colombia

La información contenida en este informe fue producida por Itaú Corpbanca Colombia S.A, a partir de las condiciones actuales del mercado y las recientes coyunturas económicas, basada en información y datos obtenidos de fuentes públicas, que se consideran fidedignas, pero cuya veracidad no se garantiza. Esta información no constituye y, en ningún caso, debe interpretarse como una oferta de negocio jurídico o solicitud para comprar o vender algún instrumento financiero, o para participar en una estrategia de negocio en particular en cualquier jurisdicción. Toda la información y estimaciones que aquí se presentan derivan de nuestros estudios internos y pueden ser modificadas en cualquier momento sin previo aviso. Itaú Corpbanca Colombia S.A. no asume ningún tipo de responsabilidad legal por las decisiones de inversión basadas en la información contenida y divulgada en este documento. Asimismo, el presente documento de análisis no puede entenderse como asesoría en los temas que trata por parte de quien lo recibe.

Este informe fue preparado y publicado por el equipo de Itaú Análisis Económico de Itaú Corpbanca Colombia S.A. 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 Corpbanca Colombia S.A.