

Escenario macro - Colombia



Escenario Macro | 21 de enero de 2020

Economía global

Mejor crecimiento, riesgo por elecciones en Estados Unidos 2

Hemos revisado nuestra proyección para el PIB mundial a 3,2% en 2020 (desde 3,1%), lo que marca una mejora con respecto al 3,0% en 2019. Las elecciones en Estados Unidos son el principal riesgo.

Colombia

Riesgos moderados a principios de año 8

La renovada aprobación de la reforma fiscal, junto con los altos beneficios del Banco Central y un considerable pago de dividendos de Ecopetrol, significan que es más probable que se alcance la meta fiscal de este año.

Revisión de Escenario

Mundo

	2020		2021	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,2	3,1	3,3	3,3

Brasil

	2020		2021	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	2,2	2,2	3,0	3,0
BRL / USD (dic)	4,15	4,15	4,15	4,15
Tasas de interés (dic) - %	4,00	4,00	4,50	4,50
IPCA (%)	3,3	3,5	3,5	3,5

Argentina

	2020		2021	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	-2,0	-2,0	1,0	1,0
ARS / USD (dic)	80,00	92,00	112,00	129,00
BADLAR (dic) - %	24,00	24,00	24,00	24,00
Tasa de referencia - %	30,0	30,0	30,0	30,0
IPC - %	43,0	43,0	43,0	43,0

Colombia

	2020		2021	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,1	3,1	3,0	3,0
COP / USD (dic)	3320	3450	3320	3450
Tasas de interés (dic) - %	4,25	4,25	4,50	4,50
IPC - %	3,3	3,5	3,0	3,0

Paraguay

	2020		2021	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,5	3,5	4,0	4,0
PYG / USD (dic)	6560	6500	6690	6650
Tasas de interés (dic) - %	4,25	4,25	4,50	4,50
IPC - %	3,5	3,5	4,0	4,0

América Latina y el Caribe

	2020		2021	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	1,1	1,1	1,9	1,9

México

	2020		2021	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	1,1	1,1	1,5	1,5
MXN / USD (dic)	19,60	19,90	19,80	20,00
Tasas de interés (dic) - %	6,00	6,00	5,50	5,50
IPC - %	3,1	3,1	3,3	3,3

Chile

	2020		2021	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	1,2	1,2	1,9	1,9
CLP / USD (dic)	780	780	770	770
Tasas de interés (dic) - %	1,25	1,25	1,25	1,25
IPC - %	3,3	3,3	3,0	3,0

Perú

	2020		2021	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,5	3,2	3,5	3,5
PEN / USD (dic)	3,35	3,43	3,36	3,36
Tasas de interés (dic) - %	2,25	2,25	2,25	2,25
IPC - %	2,0	2,0	2,3	2,3

Uruguay

	2020		2021	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	1,5	1,5	2,5	2,5
UGY / USD (dic)	41,00	41,00	43,40	43,40
Tasas de interés (dic) - %	8,50	8,50	8,00	8,00
IPC - %	8,0	8,0	7,0	7,0

Economía global

Mejor crecimiento, riesgo por elecciones en Estados Unidos

- ▶ Hemos revisado al alza nuestra proyección para el PIB mundial a 3,2% en 2020 (desde 3,1%), lo que marca una mejora con respecto al 3,0% en 2019.
- ▶ Estados Unidos probablemente crecerá un 2%, y la Fed no introduciría cambios. Las elecciones son el principal riesgo.
- ▶ China: dado el menor riesgo comercial, prevemos un crecimiento de 6,0% en 2020 (5,7% anteriormente) y una apreciación del CNY a 6,80.
- ▶ Europa continúa rezagada.
- ▶ América Latina: entorno más tranquilo.

El PIB mundial crecería un 3,2% en 2020, desde 3,0% en 2019

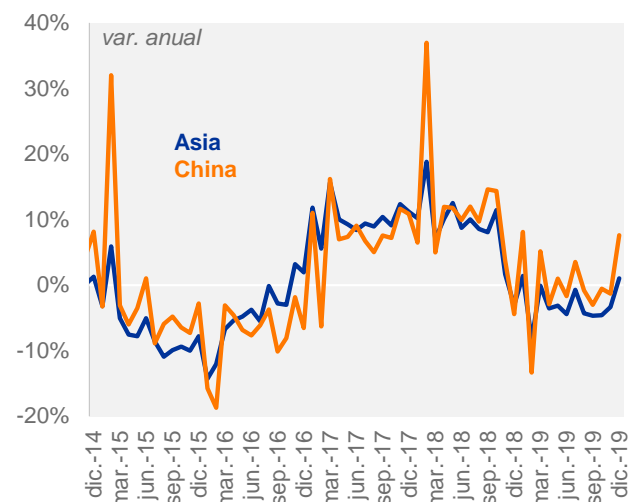
La incertidumbre con respecto a la política económica mundial, aunque sigue siendo elevada, tendría una menor incidencia sobre el crecimiento en 2020. Es probable que las fricciones entre Estados Unidos y China permanezcan al margen al menos hasta las elecciones estadounidenses. La Fase 1 del acuerdo comercial debería revisarse recién después de las elecciones. Las negociaciones para la Fase 2 podrían comenzar en 2020, pero es poco probable que reviertan el acuerdo de Fase 1. Además, es posible que el Reino Unido y la UE lleguen a un acuerdo comercial antes de fines de 2020. La principal incertidumbre con respecto a la política económica es una victoria del Partido Demócrata anti-establishment en las elecciones presidenciales de Estados Unidos, que parecería poco probable.

Además, la robusta flexibilización monetaria mundial de 2019 alimentará la economía este año. Hubo una flexibilización neta por parte de los bancos centrales en su conjunto en 2019, liderados por la Reserva Federal de Estados Unidos, que ha ayudado a generar mejores condiciones financieras. Esta flexibilización debería brindar un impulso importante a varias economías de todo el mundo.

Observamos los primeros signos de estabilización en las exportaciones de Asia (ver gráfico), lo cual implica un buen augurio para la economía mundial. La reducción de los riesgos arancelarios, la flexibilización monetaria mundial, la estabilización y la recuperación de China en el ciclo tecnológico deberían ayudar a estabilizar las exportaciones mundiales.

Hemos revisado nuestra proyección para el PIB mundial a 3,2% en 2020 desde 3,1%, con revisiones al alza en China y Estados Unidos (ver más adelante).

Primeros signos de estabilización en las exportaciones de Asia



* Cifra de diciembre considera datos disponibles. Para otros países, usamos el mismo crecimiento anual de noviembre.

Fuente: Haver, Itaú

Estados Unidos probablemente crecerá un 2%, y la Fed no introduciría cambios; las elecciones plantean riesgos.

Los fundamentales del consumo se mantienen saludables. El crecimiento de 2,5% de los ingresos laborales reales apoya la expansión del consumo por encima del 2% en 2020. Es probable que el ingreso laboral nominal crezca un 4,5%, con un crecimiento del empleo que se estabilizaría en 1,25% (o 165.000 por mes), junto a un crecimiento promedio de los

ingresos por hora de 3,25% en 2020. Descontando una inflación de 2,0%, los ingresos laborales reales deberían crecer un 2,5% en 2020.

Es probable que las menores tasas de interés apoyen la inversión fija privada, a medida que desaparezcan los riesgos. La inversión en vivienda ya está mostrando signos de recuperación, estimulada por tasas hipotecarias más bajas y una alta confianza del consumidor. Es probable que la inversión corporativa siga siendo débil, aunque también podría consolidarse a medida que el comercio mundial se estabiliza.

La tasa de fondos de la Fed probablemente se mantendrá en 1,50%-1,75% en 2020, para apoyar la demanda interna y anclar mejor las expectativas de inflación. Es probable que la incertidumbre con respecto a la política mundial se diluya sólo paulatinamente, ya que el crecimiento mundial sigue siendo lento. La incertidumbre con respecto a la política interna permanecerá hasta las elecciones presidenciales de noviembre, lo cual genera ciertos riesgos a la baja para las perspectivas. Además, esperamos que la Fed adopte una meta de inflación promedio a mediados de 2020 para anclar mejor las expectativas de inflación, lo que refuerza la posibilidad de tasas estables. Proyectamos que el rendimiento del Tesoro a 10 años aumentará y se estabilizará alrededor del 2,0% para fin de 2020, si no se materializan los riesgos y la inflación aumenta gradualmente.

El principal riesgo este año es una victoria demócrata *anti-establishment* en las elecciones presidenciales de Estados Unidos. Por lo tanto, es probable que la atención se centre en las primarias demócratas en febrero y marzo, cuando se definirá casi el 60% de los delegados. El escenario de referencia es que es más probable que gane un candidato moderado que uno *anti-establishment*. Sin embargo, el perfil de votantes demócratas actualmente se inclina sólo 52 a 48 en favor de un candidato tradicional, por lo que las primarias deberían ser apretadas y podrían generar volatilidad en los mercados.

Revisamos nuestra proyección para el PIB de Estados Unidos a 2,0% en 2020, desde 1,8%.

Europa continúa rezagada.

El crecimiento se estabilizó en 1,0% anualizado en el 2S19 cerca del potencial. El crecimiento en el 3T19 se mantuvo en 0,2% intertrimestral anualizado y desestacionalizado (0,9% anualizado), y esperamos

un 0,3% (1,1% anualizado) en el 4T19. Los riesgos externos disminuyeron tras una menor incertidumbre con respecto al Brexit, con una gran mayoría conservadora en el Parlamento del Reino Unido y al acuerdo comercial entre Estados Unidos y China, aunque el PMI sigue siendo bajo y continúa sugiriendo una débil trayectoria de crecimiento.

A pesar de cierta mejora a nivel mundial, consideramos que hay un bajo riesgo al alza hacia adelante, y los estímulos de políticas no son suficientes para impulsar el crecimiento. La mejora del crecimiento mundial no es suficiente para impulsar considerablemente la zona del euro, y no queda mucho más espacio remanente de estímulo monetario y fiscal. Dada la estabilización del crecimiento, ya no esperamos más recortes de la tasa este año. Continuamos dudando que la actual política monetaria expansiva resulte suficiente para impulsar la recuperación del crecimiento, porque los préstamos ya se están expandiendo a un buen ritmo, la cartera del BCE es considerable y las tasas de interés se encuentran profundamente en territorio negativo. Además, el estímulo fiscal previsto (0,4% del PIB para 2019 y 0,3% para 2020, calculado como la variación del balance primario ajustado cíclicamente previsto) es pequeño y no sería suficiente para impulsar el crecimiento en la región.

Mantuvimos nuestras proyecciones para el PIB en 1,2% para 2019 y 1,0% para 2020.

Hemos revisado nuestra estimación cambiaria para fin de año a 1,12 dólares/euro (desde 1,10). La ausencia de recortes de la tasa por parte del BCE este año, una menor incertidumbre política y la estabilización del crecimiento mundial resultan favorables para el euro, incluso sin un repunte del crecimiento en la región.

China: mejorando nuestra proyección de crecimiento a 6,0% en 2020 (5,7% anteriormente)

A medida que la incertidumbre comercial se redujo debido a la Fase 1 del acuerdo comercial, elevamos nuestra proyección para el PIB de China a 6,0% en 2020 (desde 5,7%) y 5,8% en 2021 (desde 5,6%). El PIB de China aumentó 6,1% en 2019. Las autoridades parecen estar cómodas con una gradual trayectoria de desaceleración, y la meta de crecimiento del PIB para 2020 debería encontrarse "alrededor del 6%". Esperamos un leve estímulo fiscal,

centrado en infraestructura y apoyo monetario a pequeñas y medianas empresas. Es poco probable que se implementen amplios recortes de la tasa y estímulos inmobiliarios.

Los PMI manufactureros por encima de 50 durante dos meses consecutivos refuerzan las señales de estabilización de la actividad. En particular, el componente de empleo -que es menos volátil que la cifra total- ha estado mostrando una mejor imagen desde agosto. Los PMI no manufactureros también se encuentran en una tendencia al alza. Además, las importaciones y el crecimiento de las ventas de automóviles mostraron signos de una demanda interna más fuerte.

En este entorno positivo, ahora esperamos que el CNY se aprecie a 6,80 (6,90 anteriormente).

América Latina: entorno más tranquilo.

Los países que enfrentaron eventos sociales a fines del año pasado se encontraron con un ambiente más tranquilo a principios de año. A pesar de sus consecuencias a mediano y largo plazo, el menor impulso de estos eventos en Colombia y Chile apoyó al tipo de cambio en ambos países y benefició los precios de los activos en otras partes de la región. En Chile, el mejor desempeño de la moneda también está relacionado con la robusta respuesta política (gasto fiscal con fondos extranjeros, intervención cambiaria y el fin -o al menos una pausa- del ciclo de flexibilización).

Los datos de actividad en Brasil continúan en línea con una recuperación gradual (y una brecha del producto negativa aún amplia), mientras que los datos han resultado débiles en gran parte del resto de la región. En Chile, los datos para el 4T19 siguen viéndose afectados por la disrupción de las operaciones comerciales. Si bien los esfuerzos de reconstrucción, el estímulo fiscal y una política monetaria expansiva probablemente proporcionarán cierto apoyo a la actividad en ese país, el nivel de incertidumbre (en particular con respecto al proceso constitucional) sigue siendo alto, lo que limitará la recuperación. Los datos en México y Perú para el 4T19 aún son incompatibles con un repunte de la actividad. En este contexto, no aumentamos nuestra proyección para el PIB de México este año (1,1%), aunque un mayor crecimiento de lo que esperábamos anteriormente de la economía estadounidense elimina los riesgos a la baja. Para Perú, elevamos un poco nuestra estimación de crecimiento (a 3,5%, desde 3,3%) dadas nuestras nuevas proyecciones para China y los precios del cobre. En

Argentina, la incertidumbre sobre las renegociaciones de la deuda, la falta de financiamiento externo y los controles cambiarios probablemente resulten en contracción del PIB nuevamente este año (-2,0%), aunque más leve de lo estimado para 2019.

Es probable que aumente la flexibilización monetaria en la región. En Brasil, las proyecciones de inflación brindan margen para la implementación de dos recortes adicionales de la tasa de interés de 25pb, con lo que la tasa Selic registraría a un récord mínimo de 4,0%. El Banco Central de México está reduciendo cautelosamente la tasa de política, ya que la inflación subyacente sigue resultando incómoda y los riesgos para las perspectivas de inflación se mantienen elevados. Si bien las probabilidades de aceleración del ritmo en México parecen bajas por ahora, también pensamos que los débiles registros de actividad aumentan la probabilidad de recortes adicionales (esperamos una flexibilización adicional de 125pb este año). Los recortes de la tasa en Chile parecen poco probables a corto plazo, pero creemos que el Banco Central reanudará el ciclo de flexibilización a fines de este año, suponiendo que el tipo de cambio se estabilice sin intervención y que el paquete fiscal no sea lo suficientemente fuerte como para reducir la brecha del producto. En Perú y Colombia, esperamos que no se introduzcan cambios en la tasa, aunque los riesgos de mayor flexibilización en Perú están aumentando.

Proyecciones: Economía global

	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Economía mundial								
Crecimiento del PIB Mundial - %	3,6	3,5	3,3	3,7	3,7	3,0	3,2	3,3
EUA - %	2,5	2,9	1,6	2,4	2,9	2,3	2,0	1,8
Zona del Euro - %	1,4	2,0	1,9	2,7	1,9	1,2	1,0	1,0
Japón - %	0,0	1,3	0,6	1,9	0,8	0,8	0,4	0,7
China - %	7,4	7,0	6,7	6,8	6,6	6,1	6,0	5,8
Tasas de interés y monedas								
Fed fondos - %	0,1	0,3	0,7	1,4	2,4	1,6	1,6	1,6
USD/EUR - final del período	1,21	1,09	1,05	1,20	1,15	1,12	1,12	1,12
YEN/USD - final del período	119,8	120,4	117,0	112,7	109,7	108,6	107,5	107,5
Índice DXY (*)	90,3	98,7	102,2	92,1	96,2	96,4	96,6	96,6
Commodities								
Índice CRB - a/a - %	-2,9	-15,1	12,0	1,5	-3,8	-4,5	-1,0	0,9
Índice CRB - var. media anual - %	1,1	-14,0	-1,3	6,9	-0,6	-6,0	-1,3	-1,6
Índice de Commodities Itaú (ICI) - a/a - %	-27,5	-28,4	27,5	3,5	-2,2	5,7	-2,3	0,9
Índice de Commodities Itaú (ICI) - media anual - %	-10,2	-32,7	-6,4	13,3	10,2	-3,6	2,3	-1,3
Metales - var. media anual - %	-14,9	-29,7	-2,6	25,1	3,1	5,4	-1,9	-1,9
Energía - var. media anual - %	-5,2	-44,7	-14,5	21,4	24,1	-10,2	1,0	-1,3
Agrícolas - var. media anual - %	-13,6	-16,0	-0,4	-1,5	0,7	-2,1	7,7	-0,9

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

Riesgos moderados a principios de año

- ▶ La nueva aprobación de la reforma tributaria, junto con los altos beneficios del Banco de la República y un considerable pago de dividendos de Ecopetrol, significan que el Gobierno no dependerá tanto de las privatizaciones alcanzar las metas fiscales a corto plazo. Sin embargo, más allá de las volátiles fuentes de ingresos, la frágil fuente de ingresos estructurales apunta a la probable necesidad de una reforma fiscal adicional a mediano plazo para mantener a las agencias de calificación controladas.
- ▶ La inflación fue de 3,80% el año pasado (frente a 3,84% en noviembre y 3,18% en 2018), dentro del rango de 2%-4% alrededor de la meta del Banco de la República de 3%. Aunque la inflación subyacente aumentó, se mantiene cerca de la meta, mientras que las expectativas de inflación a mediano plazo se encuentran bajo control. Esperamos que la inflación se modere este año a 3,3% (vs. 3,5% en nuestro escenario anterior), dado que la normalización de los precios de los alimentos y las expectativas de inflación ancladas ya están conteniendo la presión inflacionaria a futuro. Además, la reciente apreciación del peso ayudará al proceso de desinflación.
- ▶ Dado que el crecimiento se encuentra cerca del potencial (3,1% previsto para este año y 3,3% para 2019), continuamos esperando que el Banco de la República mantenga la tasa en 4,25% durante el año (cerca del nivel neutral).

Vuelve a aprobarse la reforma fiscal

A finales del año pasado se aprobó la versión actualizada de la ley de financiamiento de 2018. Tras la decisión de la Corte Constitucional de que la ley de financiamiento de 2018 no cumplía con los pasos procesales requeridos, invalidando por completo la propuesta, el Congreso aprobó una nueva versión que entró en vigor este mes. La aprobación del proyecto de ley es favorable para la confianza inversionista (la reducción de la tasa impositiva al 5% se confirmó para la inversión extranjera en el mercado de renta fija) e indica que el Presidente Duque conserva cierto apoyo en el Congreso.

Aun así, debieron hacerse algunas concesiones en medio de las protestas sociales. Entre ellas se incluyó una rebaja del IVA para el 20% más pobre de los colombianos, tres días libres de IVA al año, una reducción de los aportes de salud para algunos pensionados (reducción gradual desde 12% a 4% en 2021) e incentivos fiscales para la creación de empleo juvenil. En conjunto, estas concesiones tienen un costo fiscal estimado de alrededor del 0,2% del PIB (2 billones de pesos).

La consolidación fiscal es un desafío y dependerá de los ingresos extraordinarios. El gobierno está apuntando a un déficit fiscal de 2,2% del PIB en 2020 (desde 2,4% en 2019). Es posible cumplir esta meta a corto plazo porque las finanzas públicas de Colombia se

han beneficiado de dividendos superiores a lo esperado del Banco de la República y altos ingresos de Ecopetrol, que en conjunto aportarán ingresos adicionales de 0,3% del PIB en 2019 y 0,6% del PIB en 2020 (frente a la estimación inicial a mediados de 2019). En cuanto a los ingresos relacionados con Ecopetrol, los dividendos superarían los niveles históricos recientes (cerca del 70% de los beneficios, frente a un promedio de 50%), lo que no es sostenible dada la necesidad de reinvertir fondos para estabilizar el suministro de fuentes de petróleo (5-7 años de reservas). Sin embargo, los sorprendentes ingresos extraordinarios han reducido la necesidad de privatizar activos públicos por el momento (lo cual sería complicado dadas las recientes protestas). Aun así, algunas estimaciones del gobierno para las fuentes de ingresos (implementación de facturación electrónica y efectos secundarios derivados de la reducción de impuestos corporativos, que generarían en conjunto 0,8% del PIB) parecen optimistas.

Las agencias de calificación continúan considerando que los niveles de deuda pública son aún elevados (cerca del 50% del PIB para la deuda del gobierno nacional frente a 37% al comienzo de la última década). La calificación de deuda externa a largo plazo de Moody's para Colombia se encuentra en Baa2 con perspectiva estable, mientras que la calificación de S&P se encuentra un nivel más abajo, en BBB- con perspectiva estable. Fitch recientemente confirmó la calificación crediticia de Colombia en BBB- con perspectiva negativa. A medida que vayan

desapareciendo las volátiles fuentes de ingresos, la aún frágil fuente de ingresos estructurales apunta a la probable necesidad de una reforma fiscal adicional y a alguna privatización para mantener a las agencias de calificación controladas.

Financiación del gobierno (% del PIB)				
	2019 (estimación junio)	Expectativa 2019	2020 (estimación junio)	Expectativa 2020
Ingresos totales	16,6	16,4	16,5	16,5
Ingresos tributarios	14,3	14,6	14,2	14,2
Impacto de la reforma fiscal		0,7		-0,5
Ingresos no tributarios	0,1	0,1	0,1	0,1
Fondos especiales	0,2	0,2	0,1	0,1
Otros recursos de capital	2,1	1,5	2,0	2,0
Ingresos financieros	0,2	0,1	0,2	0,2
Superávit financiero	1,1	1,3	1,0	1,4
Dividendos de Ecopetrol	0,8	1,0	0,5	0,7
Ganancias del Banco Central	0,2	0,2	0,3	0,6
Otros (incl. privatizaciones)	0,8	0,1	0,8	0,5
Gasto total	19	18,7	18,7	18,7
Intereses	3,0	3,3	3,0	3,0
Funcionamiento + inversión	16,0	15,4	3,0	3,0
Déficit nominal		-2,4		-2,2
Déficit permitido por la regla fiscal		-2,7		-2,3

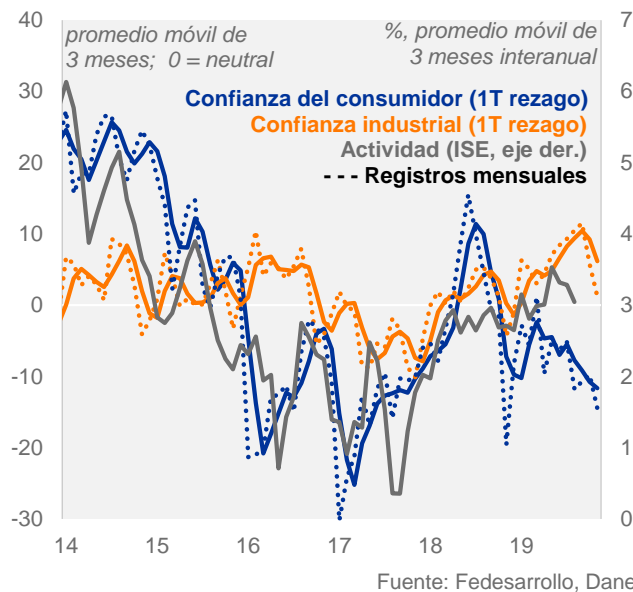
Fuente: Ministerio de Hacienda, Itau

La baja confianza es un riesgo clave para la actividad

El consumo privado se mantuvo sólido al comienzo del 4T19, con una expansión de todas las subdivisiones. Las ventas minoristas aumentaron un 7,4% interanual en octubre, lo que generó un crecimiento trimestral de 8,1% (frente a 8,4% en el 3T19). En el margen, las ventas minoristas crecieron un 11,2% (trimestral anualizado desestacionalizado), estables con respecto al 3T19. Por otro lado, la manufactura continúa frágil (suba de 2,1% en octubre y 1,0% en el trimestre; similar al 3T19), con una moderación de 0,4% trimestral anualizado desestacionalizado en el margen (desde 0,8% en el 3T19), la tasa más baja desde febrero.

El sólido consumo sigue estando en conflicto con la evolución del mercado laboral y la baja confianza, lo que plantea dudas sobre su sostenibilidad. La tasa de desempleo nacional de 9,3% en noviembre superó el nivel de 8,8% registrado un año antes, impulsada por un aumento del desempleo urbano (a 10,4% desde 9,8% el año anterior), a pesar de la primera lectura de crecimiento del empleo (1,8% interanual) en siete meses. Mientras tanto, el indicador de confianza industrial del centro de estudios local Fedesarrollo ascendió a 1,3 puntos (0 = neutral), más alto que en 2018, aunque se trata de la lectura más baja de 2019, mientras que los consumidores mantuvieron una perspectiva pesimista (-14,4 puntos).

Disminución de la confianza



Esperamos que el crecimiento se mantenga dinámico este año, en 3,1% (desde 3,3% en 2019), con una mejora de las perspectivas mundiales que compensarían los posibles riesgos internos vinculados al malestar social. El ajuste del salario mínimo del 6% para 2020 (por encima de la productividad laboral y la inflación) apoyaría a su vez el crecimiento del consumo y del crédito.

Corrección gradual de la balanza comercial

La balanza comercial volvió a mostrar un déficit en octubre, aunque menor. El déficit comercial fue de 813 millones de dólares en el primer mes del 4T19 (una mejora con respecto al déficit de 1.200 millones de dólares registrado un año antes), lo que llevó el déficit comercial acumulado de 12 meses a 10.100 millones de dólares, desde los 10.500 millones de dólares registrados en septiembre y los 7.100 millones de dólares de 2018. Nuestra serie desestacionalizada indicó que el déficit en el trimestre también se redujo, a 11.500 millones de dólares (anualizado), desde 12.600 millones de dólares en el 3T19, principalmente debido a una disminución del componente no energético. A pesar de la caída anual más pronunciada de las importaciones (-16,4% interanual) en tres años, debido principalmente a la debilidad de las compras de bienes de capital e intermedios, la persistente disminución de dos dígitos de las exportaciones de materias primas ha limitado la corrección del déficit comercial.

Esperamos que el déficit de cuenta corriente se mantenga amplio en 4,5% del PIB tanto en 2019 como 2020.

Dada nuestra expectativa de un crecimiento mundial más sólido, que beneficiaría a las exportaciones de Colombia, creemos que es poco probable una mayor ampliación del déficit.

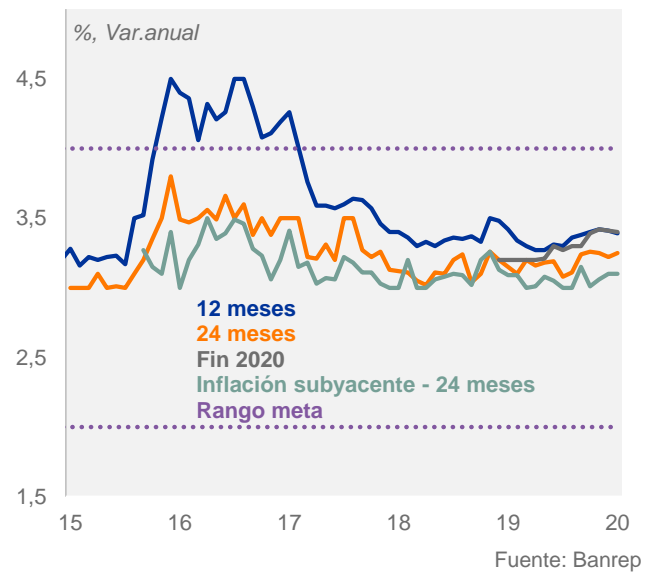
El peso se recuperó un poco en diciembre a medida que avanzaron las negociaciones comerciales a nivel mundial y se disiparon las manifestaciones domésticas.

El peso volvió a los niveles registrados en julio, antes de la escalada de las tensiones comerciales, cerrando 2019 en 3.277 pesos/dólar. Ahora esperamos que la moneda cierre 2020 en 3.320 pesos/dólar (desde 3.450 pesos/dólar anteriormente) en respuesta a la mejora de la percepción mundial. Sin embargo, la incertidumbre sobre las cuentas fiscales, las cuestiones políticas internas (incluida la paz) y el amplio déficit de cuenta corriente limitan las ganancias de la moneda.

Expectativas de inflación controladas

La inflación fue de 3,80% el año pasado (frente a 3,84% en noviembre y 3,18% en 2018), dentro del rango de 2%-4% alrededor de la meta del Banco de la República de 3%. Aunque la inflación subyacente aumentó, se mantiene cerca de la meta, y las expectativas de inflación a mediano plazo se encuentran bajo control. Las medidas de inflación subyacente rondaron un promedio de 3,34% en diciembre, un aumento de 8pb con respecto a noviembre. La medida que excluye alimentos y precios regulados subió a 3,10%, desde 2,96% en noviembre. La inflación de bienes transables (excluidos alimentos y artículos regulados) continúa siendo el principal obstáculo para la inflación, en 2,24% (desde 2,08% anteriormente; inflación general: 3,80%), lo que refleja una contenida transferencia de la reciente depreciación. Mientras tanto, la inflación no transable (también excluidos alimentos y precios regulados) aumentó a 3,49% (desde 3,37% anteriormente). En el margen, la inflación en los últimos tres meses del año disminuyó a 3,4% (anualizada, desestacionalizada) desde 5,1% en el 3T19, ayudada por la reducción de las presiones del sector de servicios y bienes no duraderos.

Las expectativas de inflación ya no suben



Esperamos que la inflación se modere a 3,3% este año (desde 3,5% en nuestro escenario anterior), dado que la normalización de los precios de los alimentos y las expectativas de inflación ancladas contienen la presión de los precios. Además, la reciente apreciación del peso ayudará al proceso de desinflación.

Las tasas se mantienen estables

Durante la última reunión de política monetaria de 2019, la Junta Directiva del Banco de la República decidió por unanimidad mantener la tasa de política en 4,25%, como se esperaba. La decisión extendió el período de tasa estable a 20 meses. El tono de la conferencia de prensa y el comunicado se mantuvo neutral.

La Junta Directiva destacó que la inflación se encuentra bajo control, ya que el choque de oferta que afectó a los precios de los alimentos comenzó a disminuir en noviembre. Durante la conferencia de prensa, el Gerente General Echavarría destacó que las recientes protestas sociales han tenido un impacto limitado sobre los precios al consumidor y subrayó la baja transferencia de la depreciación del peso. Por otro lado, las autoridades del Banco de la República mantienen una perspectiva optimista para la actividad, a pesar del débil crecimiento mundial. El equipo técnico reiteró sus proyecciones de crecimiento de 3,2% para 2019 y 3,3% para 2020, lo que sugiere una continua reducción de la brecha del producto. **Por ahora, no se considera que el déficit de cuenta corriente sea un riesgo importante.**

Creemos que el Banco de la República continuará sin introducir cambios por el momento. Dado que se espera que la inflación converja gradualmente a la meta de 3% y que el crecimiento de la actividad probablemente se mantenga cerca del potencial, una tasa de política cercana a los niveles neutrales brinda a la Junta la flexibilidad suficiente como para responder a desviaciones con respecto a su escenario de referencia. La próxima decisión de política monetaria incluirá sólo seis participantes, dado que José Antonio Ocampo deja el directorio y su reemplazo Arturo Galindo asumirá su cargo en febrero. Galindo es doctor en Economía de la Universidad de Illinois Urbana-Champaign. En el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) fue Economista Jefe de la Región Andina y Jefe de las divisiones de Planificación Estratégica y Efectividad en el Desarrollo.

João Pedro Bumachar
Carolina Monzón
Miguel Ricaurte

Proyecciones: Colombia

	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Actividad económica								
Crecimiento real del PIB - %	4,7	3,0	2,1	1,4	2,6	3,3	3,1	3,0
PIB nominal - USD mil millones	381	294	282	311	331	319	323	336
Población (millones de habitantes)	47,7	48,2	48,7	49,3	49,8	50,4	50,9	51,4
PIB per cápita - USD	7.997	6.098	5.791	6.307	6.641	6.323	6.350	6.536
Tasa de desempleo - media anual	9,1	8,9	9,2	9,4	9,7	10,6	10,0	9,6
Inflación								
IPC - %	3,7	6,8	5,8	4,1	3,2	3,8	3,3	3,0
Tasa de interés								
Tasa de referencia - final del año - %	4,5	5,75	7,50	4,75	4,25	4,25	4,25	4,50
Balanza de pagos								
COP/USD - final del período	2.377	3.175	3002	2.932	3.254	3.287	3.320	3.320
Balanza comercial - USD mil millones	-6,2	-15,6	-11,1	-6,1	-7,1	-10,0	-9,2	-7,0
Cuenta corriente - % PIB	-5,2	-6,3	-4,3	-3,3	-3,9	-4,5	-4,4	-4,0
Inversión extranjera directa - % PIB	4,2	4,0	4,9	4,5	3,3	4,4	4,2	4,0
Reservas internacionales - USD mil millones	47,3	46,7	46,7	47,6	48,4	53,0	54,0	54,9
Finanzas públicas								
Resultado nominal del gob. central - % del PIB	-2,4	-3,0	-4,0	-3,6	-3,1	-2,4	-2,2	-2,0
Deuda pública bruta del gob. central - % del PIB	40,2	45,0	46,0	47,0	50,6	51,5	52,1	53,2

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

1. 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.
2. 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.
3. 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.
4. 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.

Por consultas, sugerencias, quejas, críticas y cumplidos, comuníquese con el SAC de Itaú: 0800 728 0728. O contáctenos a través de nuestro portal <https://www.itaú.com.br/atenda-itaú/para-voce/>. Si no está satisfecho con la solución propuesta, comuníquese con el Defensor del Pueblo Corporativo de Itaú: 0800 570 0011 (de lunes a viernes de 9.00 a 18.00 hs.) o a nuestro correo postal a 67.600, São Paulo-SP, CEP 03162-971. Deficientes auditivos, todos los días, las 24h, al 0800 722 1722.

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.