

# Escenario macro - Colombia



Escenario Macro | 12 de febrero de 2020

## Economía global

### Coronavirus y elecciones en Estados Unidos ..... 2

Revisamos nuestra proyección para el PIB de China a 5,8% (desde 6,0%) con riesgos a la baja si persiste el contagio del coronavirus. En Estados Unidos, continúa la incertidumbre electoral.

## Colombia

### Persisten las tasas estables ..... 6

En un entorno de brecha del producto aún negativa y abundantes riesgos mundiales y domésticos, esperamos que la junta directiva mantenga la tasa de política monetaria estable a un nivel ligeramente expansivo de 4,25% durante la mayor parte de nuestro horizonte de previsión.

## Revisión de Escenario

### Mundo

	2020		2021	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,1	3,2	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) - %	4,25	4,00	4,50	4,50
IPCA (%)	3,3	3,3	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	80,00	112,00	112,00
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	3320	3320	3320
Tasas de interés (dic) - %	4,25	4,25	4,50	4,50
IPC - %	3,3	3,3	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 - %	1,0	1,1	1,9	1,9

### México

	2020		2021	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	0,9	1,1	1,5	1,5
MXN / USD (dic)	19,60	19,60	19,80	19,80
Tasas de interés (dic) - %	6,00	6,00	5,50	5,50
IPC - %	3,2	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 - %	3,3	3,5	3,5	3,5
PEN / USD (dic)	3,35	3,35	3,36	3,36
Tasas de interés (dic) - %	2,00	2,25	2,00	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

### Coronavirus y elecciones en Estados Unidos

- ▶ El impacto del coronavirus, y de las medidas adoptadas para contenerlo, limitarían el crecimiento de China a 5,8% (desde 6,0%) en 2020, con el riesgo de bajar hasta 5,0%-5,5% si el contagio persiste.
- ▶ La incertidumbre por la elección en Estados Unidos continúa.
- ▶ Revisión del BCE: cambios a metas e instrumentos difícilmente se implementarían.
- ▶ Commodities: menores precios de petróleo y cobre por el choque en China.
- ▶ América Latina: la actividad se mantiene irregular dada la incertidumbre doméstica y externa.

**El brote de coronavirus y las medidas adoptadas para contenerlo probablemente limitarían el crecimiento de China a 5,8% (desde 6,0%) en 2020, con un riesgo de 5,0%-5,5% si el contagio persiste.**

**El brote de coronavirus en Wuhan se ha acelerado considerablemente en las últimas semanas.** La crisis ya ha superado el brote de SRAS de 2003. La mayoría de los casos, y las muertes, se encuentran en la provincia de Hubei, pero el virus se ha propagado a todas las regiones de China y también a otros 23 países.

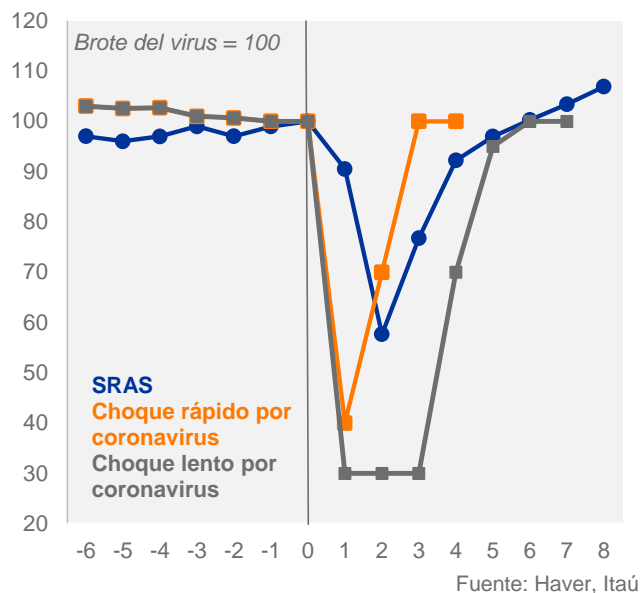
**Las autoridades han adoptado medidas significativas para reducir el contagio y el pánico, lo que afectará significativamente la actividad en el 1T20.** Dieciséis ciudades de la provincia de Hubei se encuentran bloqueadas, y también hay restricciones de viaje y transporte en toda China. El gobierno extendió las vacaciones del Año Nuevo chino dos días hábiles más, aunque muchos lugares solicitan que la gente retrase aún más su regreso al trabajo.

**Las restricciones sólo disminuirán si el brote del virus se reduce.** Es probable que la actividad se reanude si continúa el contagio y la baja mortalidad fuera de Hubei. De lo contrario, permanecerán las restricciones y esto arrastrará la actividad aún más.

**Por ahora, hemos revisado nuestra proyección de crecimiento del PIB a 5,8% (desde 6,0%).** Utilizamos el tráfico de pasajeros como *proxy* para monitorear este impacto (ver gráfico). Esperamos un efecto más fuerte aunque más breve sobre la actividad económica que el ocurrido durante el brote de SRAS (línea naranja en el gráfico). En este escenario, el

crecimiento del PIB se situará en 5,5% en el 1T20, desde 6,0% en el 2T20 y cerrará el 2S20 en 5,9%. Para todo 2020, el PIB crecería 5,8%.

**Tráfico de pasajeros como *proxy* para monitorear el impacto del virus**



**Sin embargo, todavía hay riesgos a la baja de 5,0%-5,5% si el contagio no disminuye.** Las restricciones continuarán vigentes, disminuyendo aún más la actividad.

**Esperamos que las autoridades respondan con estímulo sólo para mitigar el choque negativo, aunque no será suficiente para compensar la desaceleración.** China está experimentando una desaceleración estructural, reequilibrando la inversión al consumo, por lo que hay menos margen de estímulo.

## La incertidumbre electoral en Estados Unidos continuará.

**El crecimiento de Estados Unidos sigue siendo robusto, estabilizándose en 2,0%.** Es probable que el consumo crezca alrededor de 2,5%, apoyado por el crecimiento del ingreso laboral y las accesibles condiciones financieras. Esperamos que se reanude la inversión no residencial y el crecimiento de las exportaciones, aunque a un ritmo más lento que el consumo, apoyados por tasas de interés más bajas y la disminución de la incertidumbre comercial, con sólo un impacto menor debido a la incertidumbre electoral. Mantuvimos sin cambios nuestra proyección del PIB a pesar del virus en Wuhan, ya que su impacto se estima en menos de -0,1pp si el contagio es limitado (ver análisis sobre China).

**El principal riesgo para las perspectivas de Estados Unidos es que gane las elecciones presidenciales un demócrata percibido como lejano al mercado en 2021.** Una mayor incertidumbre política podría reducir un poco el crecimiento en 2020 si un candidato demócrata percibido como lejano al mercado es nominado en junio (no es nuestro escenario de central), dada una posible plataforma de mayores impuestos y una regulación más estricta sobre las industrias bancaria, energética y tecnológica. Si tal candidato es electo presidente, esto podría generar una corrección más aguda de la bolsa y una inversión mucho más baja en 2021.

**El próximo foco de atención para la elección es el Súper Martes (3 de marzo), cuando se defina un tercio de los delegados estatales.** Aún no se conoce el candidato demócrata, entre seis posibles nombres. Lo más probable es que Trump sea el candidato republicano. Además, es más probable que gane un candidato demócrata moderado que uno extremo, dado el perfil electoral del partido, aunque reconocemos que existen riesgos de que este no sea el caso, especialmente en un país cada vez más polarizado. Los demócratas moderados podrían no tener una plataforma tan clara como los más extremos.

**Por lo tanto, seguimos esperando un crecimiento del PIB de 2% para 2020, aunque ahora vemos que los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años se encontrarán en 1,9% (en lugar de 2,0%) para fin de 2020 debido al efecto del coronavirus de Wuhan sobre el crecimiento mundial.**

**Revisión del BCE: discusión de cambios de metas e instrumentos no necesariamente se implementaría.**

**Las autoridades citaron posibles cambios para la meta de inflación, que quedó abierta tras la revisión de estrategia.** Algunos miembros del BCE comentaron recientemente la posibilidad de, por ejemplo, aplicar una banda a la meta de inflación (por ejemplo: del 1% al 3%) o cambiar la medida de los precios de vivienda en el IPC para captar mejor los costos de vivienda para los propietarios, de una manera que agregaría alrededor de 0,2-0,3 puntos porcentuales a la inflación. Este tipo de cambios quedaron abiertos a consideración tras la revisión de estrategia iniciada en la última reunión del BCE, con un amplio alcance que abarca los instrumentos, los objetivos, el análisis y la comunicación de la política monetaria, que se espera concluya a fines de 2020.

**Sin embargo, es poco probable que se realicen estos cambios, dado el débil crecimiento, las bajas perspectivas inflacionarias y la falta de consenso entre los miembros.** El crecimiento se desaceleró a 1,0% interanual en el 4T19. Los PMI indican que este ritmo continuará este año, los efectos del coronavirus plantean un riesgo a la baja y el IPC subyacente se desaceleró a 1,1% interanual en diciembre. Por lo tanto, la introducción de cambios duros como una banda meta de inflación probablemente enfrenten el rechazo de algunos miembros del BCE, mientras que cambiar la medida de los precios de vivienda podría hacerse de una manera que sume poco al IPC de la Eurozona, como en otros países como Estados Unidos.

**Mantuvimos nuestra estimación del PIB en 1,0% para 2020 y 2021, así como nuestra proyección para el euro para fin de año en 1,12 dólares/euro.**

**Commodities: menores precios del petróleo y el cobre debido al choque de China.**

**Ahora prevemos precios para el Brent y el WTI de 60 dólares/barril y 55 dólares/barril para fin de 2020, respectivamente.** China tiene hoy una cuota de mercado de petróleo mayor que durante el brote de SRAS (5,7 mb/d en 2003 frente a 13,9 mb/d en la actualidad). Las primeras estimaciones del impacto en la demanda china de petróleo son de alrededor de 100 kb/d. La OPEP tiene un margen limitado para apoyar los precios con nuevos recortes de la oferta, ya que

los mayores precios generarían una producción más fuerte de petróleo no convencional en Estados Unidos.

**La demanda de metales de China también se verá afectada, lo que llevaría a los precios del cobre a 5.900 dólares/ton (anteriormente: 6.200 dólares/ton).**

La economía china se encuentra más orientada a los servicios que en 2003, aunque el choque por el virus seguirá perjudicando al sector de la construcción.

**América Latina: La actividad sigue siendo irregular en un entorno de incertidumbre interna y externa.**

**Hay cierto alivio en los respectivos entornos políticos internos, aunque persisten los desafíos.**

Mientras que en Chile los eventos del último trimestre parecen haber quedado atrás (al menos por ahora), las consecuencias de estos perdurarían. Las reformas (específicamente las relativas a impuestos y pensiones) avanzaron en el Congreso, con considerables concesiones a las demandas de la oposición. En Colombia, los eventos fueron más leves en comparación con Chile, al igual que las consecuencias para las cuentas fiscales y la actividad. Aun así, el estado de ánimo social y la baja popularidad del gobierno significan que las medidas para reducir el déficit fiscal (como las privatizaciones y los aumentos de impuestos) serán difíciles de implementar. Las elecciones legislativas de enero tuvieron lugar en Perú después de que el máximo tribunal del país fallara en contra del disuelto Congreso. El resultado es un Congreso menos hostil al presidente pero más fragmentado, haciendo improbable cualquier reforma significativa. Mientras tanto, en México el fuerte aumento del salario mínimo es otro riesgo para la política interna. En Brasil, se reanudó la agenda legislativa y los mercados se centrarán en nuevas reformas para reducir los desequilibrios fiscales del país. Finalmente, en Argentina comenzó el proceso de reestructuración de la deuda, pero sin ninguna precisión hasta ahora sobre cuál será la propuesta del gobierno. En cualquier caso, creemos que será difícil para el gobierno llegar a un acuerdo rápido con los acreedores.

**Mientras tanto, la actividad en la región continúa débil, y el brote de coronavirus es un riesgo a la baja, especialmente para las economías abiertas de la costa del Pacífico.** Hemos reducido nuestra proyección de crecimiento para 2020 para Perú (a 3,3% desde 3,5%) y para México (a 0,9% desde 1,1%). En Chile, mantuvimos nuestra proyección sin cambios (en

un débil 1,2%) a pesar de un repunte más fuerte de la actividad a fines de 2019. En Argentina seguimos esperando otra fuerte contracción del PIB este año (-2,0%), mientras que en Brasil los débiles registros de actividad recientes se encuentran en línea con una recuperación gradual, apoyada por la política monetaria aunque frenada por el endurecimiento fiscal y cuasi fiscal.

**Sigue habiendo margen para una mayor**

**flexibilización de la política monetaria.** En Chile, el peso se ha estabilizado a pesar de la pausa en el programa de intervención del Banco Central. Si persiste la debilidad de la actividad (lo cual es probable, dado el grado de incertidumbre) y la moneda sigue presentando un buen desempeño sin necesidad del apoyo del Banco Central, es probable que éste reanude el ciclo de flexibilización. En Perú, ahora esperamos otro recorte de 25pb durante el primer semestre de 2020. En México, el Banco Central está adoptando un enfoque de cautela frente a todas las dudas que enfrentan las perspectivas de inflación, aunque la creciente brecha del producto y la mayor fortaleza del peso mexicano probablemente mantengan la inflación bajo control, lo que permitiría recortes adicionales de la tasa de interés (prevemos una tasa de política de 6,0% a fines de este año, en lugar del actual 7,25%). En Colombia, donde la tasa de política se encuentra cerca de niveles neutrales y el crecimiento está en torno al potencial, se espera que el Banco Central no introduzca cambios durante este año. Por último, en Brasil, la autoridad monetaria redujo la tasa Selic 25pb en febrero, a 4,25%. Esperamos que la tasa Selic permanezca estable en este nivel hasta fin de año.

## Proyecciones: Economía global

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

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

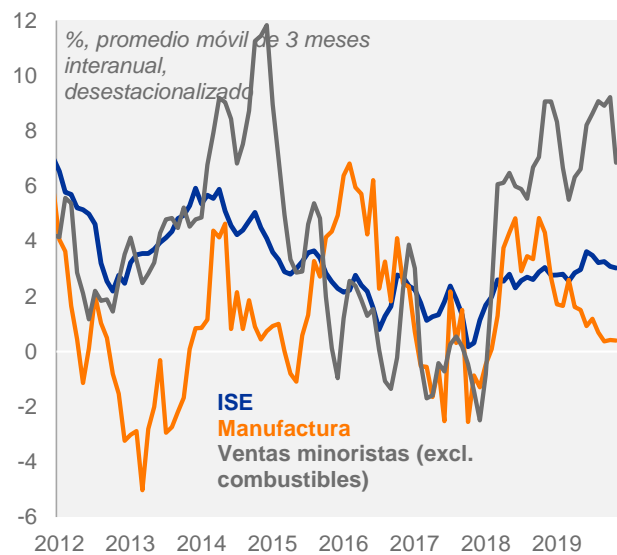
## Persisten las tasas estables

- ▶ La actividad fue más débil en noviembre, como se esperaba, afectada en parte por las interrupciones causadas por las protestas, aunque es probable que el impacto sea acotado. Esperamos que el repunte de la confianza empresarial y la mejora del mercado laboral compensen los riesgos para el crecimiento mundial y lleven a un crecimiento cercano al potencial de 3,1% para este año (en comparación con el 3,3% esperado para 2019).
- ▶ El Banco de la República extendió el período de tasas estables a 21 meses, mientras que el equipo técnico del Banco reconoció que es probable que se produzca un incremento de la tasa a finales de este año. Sin embargo, dado que la brecha del producto es aún negativa y abundan los riesgos mundiales y domésticos, esperamos que la junta directiva mantenga la tasa de política estable en 4,25%, en territorio ligeramente expansivo durante la mayor parte de nuestro horizonte de previsión.

## La interrupción de la actividad sería breve

La actividad fue débil en noviembre, como se esperaba, en parte debido a una mayor base de comparación y las interrupciones causadas por las recientes protestas. La reducción de las ventas de automóviles (-16,0% interanual) lideró una moderación en las ventas minoristas a 4,4% en noviembre (desde 7,4% en octubre), aunque la actividad minorista subyacente también se moderó. En el trimestre finalizado en noviembre, las ventas minoristas crecieron un 6,1% (8,3% en el 3T19), mientras que el crecimiento de las ventas subyacentes descendió a 8,9% (frente a 9,4% en el 3T19). En el margen, las ventas minoristas excluidas las ventas de vehículos y combustibles se desaceleraron a 6,5% intertrimestral anualizado desestacionalizado desde 11,3% en el 3T19. La producción manufacturera en el trimestre finalizado en noviembre creció un leve 0,4% interanual (1,5% en el 3T19), mientras que en el margen la actividad disminuyó un 0,3% intertrimestral anualizado desestacionalizado (+1,2% en el 3T19). A pesar de la robusta demanda interna y el debilitamiento del peso colombiano, la actividad manufacturera ha seguido decepcionando. Por su parte, la tasa de crecimiento del índice de actividad coincidente (ISE) se desaceleró a 2,9% interanual en noviembre (desde 3,3% en octubre) y a 3,0% en el trimestre finalizado en noviembre (desde 3,3% en el 3T19). Desestacionalizado y ajustado por efecto calendario, el impulso de la actividad se moderó a 0,6% intertrimestral anualizado o (desde 2,3% en el 3T19).

## Leve desaceleración de la actividad



**A futuro, un repunte de la confianza empresarial en diciembre es un buen augurio para el crecimiento de la actividad.** La confianza se vio impulsada principalmente por la recuperación de las expectativas, lo cual probablemente estuvo relacionado con la pérdida de impulso de las protestas. El índice de confianza industrial de Fedesarrollo se situó en 8,5% (0 = neutral) en diciembre, desde -1,1% al cierre de 2018 y el mínimo de 2019 desde +1,3% en noviembre. La mejora con respecto al año pasado se debió a una mejor expectativa para la producción en el próximo trimestre, una evaluación menos decepcionante de los actuales volúmenes de pedidos y menores niveles de inventarios. Mientras tanto, hay mejores señales del

mercado laboral. El empleo se mantuvo prácticamente estable con respecto al 4T18 (-1,8% en el 3T19), mientras que el empleo asalariado privado impulsó la creación de empleo.

**Esperamos que la sólida inversión y el consumo impulsen una tasa de crecimiento del PIB de 3,1% este año (frente a 3,3% estimado para 2019 y 2,6% en 2018).** Los principales riesgos están asociados con las perspectivas globales (ya que afectan la demanda externa y los precios del petróleo) y el malestar social interno. A la fecha, las protestas han sido en su mayoría pacíficas y no tan disruptivas y persistentes como en otros países de la región.

## Las cuentas externas permanecen en niveles incómodos

**El déficit comercial se amplió aún más en noviembre.** El déficit de 1.700 millones de dólares (frente a un déficit de 900 millones de dólares un año antes) impulsó el déficit comercial en los doce meses corridos a 10.900 millones de dólares (frente a los 10.600 millones de dólares a septiembre y los 7.000 millones de dólares en 2018). En el margen, el déficit comercial resultó aún mayor, 12.400 millones de dólares (anualizado) en el trimestre finalizado en noviembre, similar al nivel registrado en el 3T19.

**Las exportaciones continuaron débiles, aún contenidas por las materias primas.** En el trimestre finalizado en noviembre, las exportaciones cayeron un 12,6% (-11,5% en el 3T19), con una caída de las ventas de petróleo de 3,1% (-18,9% en el 3T19) y de 29,8% de las exportaciones de carbón (similares al 3T19). En el margen, las exportaciones disminuyeron un 13,5% trimestral anualizado desestacionalizado (-29,1% en el 3T19). Las importaciones en el trimestre disminuyeron un 3,1% interanual, lo que indica un deterioro con respecto al crecimiento de 5,1% registrado en el 3T19, ya que las importaciones de bienes de capital cayeron un 6,3% (+6,5% en el 3T19), los bienes intermedios retrocedieron 2,2% (+4,3% en el 3T19) y las importaciones de bienes de consumo se desaceleraron a 0,1% (desde 6,2% en el 3T19). En el margen, el crecimiento de las importaciones se moderó a 0,1% intertrimestral anualizado desestacionalizado en el trimestre finalizado en noviembre desde 1,5% en el 3T19.

**Esperamos que el déficit de cuenta corriente este año continúe siendo amplio, cerca de 4,5% (similar al nivel del año pasado).** Es probable que el aún débil crecimiento mundial en un entorno de fuerte demanda interna mantenga elevado el déficit externo. Las entradas de IED a Colombia han cubierto prácticamente la totalidad del déficit de cuenta corriente en los últimos años, aunque la tasa neta de cobertura de inversión directa durante el último trimestre fue apenas de dos tercios. Esperamos que el peso colombiano cierre el año en 3.320 pesos/dólar (desde 3.287 pesos/dólar en 2019), aunque los riesgos se inclinan hacia una moneda más débil, dada la debilidad de la balanza de pagos en un escenario de riesgos políticos internos (manifestaciones, preocupación con respecto a lo que sucederá con las reformas estructurales) y los riesgos internacionales relacionados con el coronavirus.

## Continúa la desaceleración de la inflación

**A principios de 2020, la inflación anual bajó 18pb a 3,62%, favorecida por la moderación de los precios de los alimentos y la energía,** mientras que la inflación subyacente se mantuvo estable cerca de la meta del 3%. Una incidencia negativa clave para la inflación continuó siendo el componente de los bienes durables (1,87% interanual frente a 1,48% el mes pasado), lo que sugiere que la transferencia de la depreciación acumulada del peso sigue siendo baja. Además, los precios de la energía se moderaron al ritmo más lento desde diciembre de 2015 en 3,10% (4,0% en diciembre). La tracción de los precios de los alimentos y las bebidas no alcohólicas se moderó a 5,13%, desde 5,80% al cierre de 2019, en medio del proceso de normalización tras los choques de oferta sobre los precios. La inflación, excluidos los precios de los alimentos y la energía, se mantuvo básicamente estable en 3,37% (3,40% anteriormente), mientras que la reducción de la inflación de servicios de 14pb a 3,61% apunta a un buen desempeño de la dinámica de los precios subyacentes. En el margen, la inflación en los últimos tres meses (desestacionalizada, anualizada) disminuyó a 1,9%, desde 3,3% en el 4T19 (5,1% en el 3T19), en un escenario de moderación de la inflación de la energía y los servicios.

**Esperamos que la inflación para fin de año se ubique cerca de la meta, en un nivel de 3,3%.** La normalización de los precios de los alimentos, tras los choques de oferta del año pasado, junto con las expectativas de inflación básicamente ancladas, contendrían las presiones inflacionarias hacia adelante.

## Sin movimientos de tasa en el horizonte

En su primera reunión de política monetaria del año, el comité de política del Banco de la República decidió por unanimidad mantener la tasa de referencia en 4,25%. La decisión extendió el período de tasa estable a 21 meses. El tono de la conferencia de prensa y de las minutas fue nuevamente neutral, con lo que apunta a una tasa estable por el momento. De hecho, en su informe trimestral de política monetaria, se consideró que el escenario de referencia del equipo técnico para la tasa de referencia se encontraba en línea con las expectativas de los analistas de tasas estables hasta el último trimestre de este año antes de un alza de 25pb (a 4,5%) para fin de año, lo cual es consistente con una reducción de la brecha negativa del producto dentro de los próximos dos años y la convergencia de la inflación a la meta del 3%.

**El Banco de la República prevé un crecimiento de la actividad del 3,3% en 2020, frente a un 3,2% estimado para el año pasado, mientras que se estima que la brecha negativa del producto sea menor que la del trimestre anterior, en un escenario de demanda interna más dinámica.** Se espera que el sólido consumo privado y la inversión impulsen este crecimiento, junto con cierta recuperación de la demanda de los socios comerciales. Mientras tanto, se espera que el consumo público se desacelere en un entorno de consolidación fiscal. El gerente general Echavarría comentó que el desajuste entre el sólido consumo y el alto nivel de desempleo podría apuntar a una mayor tasa de desempleo estructural (en línea con la estimación del equipo técnico de una menor brecha del producto). Mientras tanto, se calcula que la inflación está bajo control, ya que el choque de oferta causado por los altos precios de los alimentos continúa atenuándose y las expectativas de inflación se mantienen cerca de la meta. El limitado traspaso de la devaluación a los precios hasta la fecha, así como las expectativas de un peso colombiano básicamente estable a corto plazo y una modesta apreciación a mediano plazo, también podrían ayudar a contener la presión de los precios. No obstante, la junta monitoreará cómo la evolución de la emergencia internacional del coronavirus afecta a la actividad interna y a la dinámica de precios.

**Creemos que el Banco de la República continuará sin introducir cambios durante la mayor parte de nuestro horizonte de proyección (a lo largo del 2021).** Las expectativas de inflación básicamente ancladas limitarían la necesidad de una tasa más alta en un entorno de riesgos internos y externos para la actividad.

## Privatizaciones se mantienen sobre la mesa para alcanzar las metas fiscales en un escenario de bajo crecimiento

**El año pasado se registró un déficit fiscal nominal de 2,5% del PIB, dentro de los límites de la regla fiscal (techo de déficit de 2,7%), aunque levemente por encima de la meta impuesta por el gobierno de 2,4%.** El ministro de Hacienda Alberto Carrasquilla sostuvo que el mayor déficit se debía a los costos relacionados con la inmigración venezolana y los gastos de salud adicionales. Mientras tanto, se mantuvo la meta de déficit fiscal de 2,2% para este año (regla fiscal: 2,3%). En cuanto a la actividad, las autoridades son ahora menos optimistas, incluso a pesar de que algunas previsiones siguen siendo elevadas. Se estima que la economía creció el año pasado un 3,3% (en línea con nuestra previsión), proyección que se revisó a la baja desde 3,6%. Para este año, se espera una aceleración más modesta a 3,7% (Itaú: 3,1%), en comparación con el 4,0% proyectado anteriormente.

**Las privatizaciones siguen en curso y la administración está considerando ventas que podrían ascender a hasta 0,6% del PIB.** Recientemente, el gobierno ha podido alcanzar en gran medida sus metas a corto plazo porque las finanzas públicas de Colombia se han visto beneficiadas por dividendos superiores a lo esperado del Banco de la República y altos ingresos de la empresa estatal Ecopetrol (que no son sostenibles a futuro). En general, la fragilidad de los ingresos estructurales apunta a una probable necesidad de reformas fiscales y privatizaciones adicionales, las cuales serán difíciles de ejecutar en el actual entorno social interno, a fin de mantener contenidas a las agencias de calificación. 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.

**João Pedro Bumachar  
Carolina Monzón  
Miguel Ricaurte**



## Proyecciones: Colombia

	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P	2021P
<b>Actividad económica</b>								
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	10,5	10,0	9,6
<b>Inflación</b>								
IPC - %	3,7	6,8	5,8	4,1	3,2	3,8	3,3	3,0
<b>Tasa de interés</b>								
Tasa de referencia - final del año - %	4,5	5,75	7,50	4,75	4,25	4,25	4,25	4,50
<b>Balanza de pagos</b>								
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	53,2	54,2	55,1
<b>Finanzas públicas</b>								
Resultado nominal del gob. central - % del PIB	-2,4	-3,0	-4,0	-3,6	-3,1	-2,5	-2,2	-2,0
Deuda pública bruta del gob. central - % del PIB	40,2	45,0	46,0	47,0	50,6	51,6	52,2	53,3

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.itaub.com.br/atenda-itaub-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.