

# Escenario macro - Colombia



Escenario Macro | 20 de mayo de 2019

## Economía global

La estabilización del crecimiento global se ve amenazada ..... 2

El crecimiento global se desacelerará con los nuevos aranceles comerciales entre los EUA y China. Los países latinoamericanos parecen estar sintiendo los efectos de este contexto, que se suman a factores específicos para cada país en muchas economías de la región.

## Colombia

A pesar de algunas señales positivas, la recuperación continúa lenta ..... 6

La actividad decepcionante a principios de año y el menor crecimiento global esperado nos llevaron a reducir nuestra previsión de crecimiento tanto para este año como para el próximo.

## Revisión de Escenario

### Mundo

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,3	3,4	3,4	3,5

### Brasil

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	1,0	1,3	2,0	2,5
BRL / USD (dic)	3,80	3,80	3,90	3,90
Tasas de interés (dic) - %	5,75	5,75	5,50	5,50
IPCA (%)	3,6	3,6	3,6	3,6

### Argentina

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	-1,2	-1,2	3,0	3,0
ARS / USD (dic)	52,00	52,00	64,00	64,00
BADLAR (dic) - %	39,00	39,00	25,00	25,00
Tasa de referencia - %	45,0	45,0	30,0	30,0
IPC - %	40,0	40,0	30,0	30,0

### Colombia

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,1	3,3	3,4	3,6
COP / USD (dic)	3245	3180	3250	3180
Tasas de interés (dic) - %	4,25	4,25	4,25	4,50
IPC - %	3,2	3,0	3,0	3,0

### Paraguay

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	4,0	3,5	4,0	4,0
PYG / USD (dic)	6100	6350	6200	6600
Tasas de interés (dic) - %	5,25	4,75	5,00	4,75
IPC - %	4,0	4,0	4,0	4,0

### América Latina y el Caribe

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

### México

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	1,4	1,4	1,7	1,7
MXN / USD (dic)	20,00	20,00	19,80	19,80
Tasas de interés (dic) - %	7,75	7,75	6,75	6,75
IPC - %	3,6	3,6	3,4	3,4

### Chile

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,0	3,2	3,5	3,7
CLP / USD (dic)	670	655	665	645
Tasas de interés (dic) - %	3,00	3,25	3,50	3,75
IPC - %	2,8	2,6	2,9	2,9

### Perú

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,8	4,0	3,9	4,0
PEN / USD (dic)	3,35	3,35	3,31	3,31
Tasas de interés (dic) - %	2,75	3,25	3,75	4,25
IPC - %	2,6	2,6	2,5	2,5

### Uruguay

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

## Economía global

### La estabilización del crecimiento global se ve amenazada

- ▶ La estabilización del crecimiento global, que ya apuntaba hacia una actividad económica débil, ahora se ve amenazada por una nueva escalada en la guerra comercial entre China y los EUA.
- ▶ La débil economía global tiene tres consecuencias: (1) los precios de los commodities y el comercio mundial permanecerán lentos, lo que constituye un riesgo bajista para los mercados emergentes; (2) Europa se quedaría rezagada; y (3) la inflación en los mercados desarrollados se mantendría moderada, favoreciendo el ajuste en el marco de política monetaria de la *Fed*.
- ▶ América Latina: desaceleración generalizada en las economías de la región.

### La estabilización del crecimiento global se ve amenazada

**La aceleración del crecimiento del PIB de los EUA en el 1T19 a 3,2% intertrimestral y ajustado por estacionalidad (desde 2,2% en el 4T18) parece ser transitoria.** La demanda privada final creció recién 1,3%, mientras que el repunte en el crecimiento del PIB fue impulsado por la contribución neta de las exportaciones (1,2 puntos porcentuales) y de las existencias (0,7 puntos porcentuales), que parecen ser elementos no recurrentes.

**La política monetaria neutral de los EUA y el estímulo fiscal menguante harían que el PIB de los EUA se estabilizara más cerca de su nivel potencial.** La Fed señaló que mantendrá las tasas de los *fed funds* dentro del rango 2,25-2,50% por el momento, sin estímulos adicionales, ya que las mejores condiciones financieras indican un crecimiento moderado y la inflación se ubica por debajo de 2%, aunque esta medida se debe en parte a factores transitorios (véase discusión sobre el marco de la *Fed*). Además, es probable que la política fiscal se vuelva un poco más restrictiva en 2020.

**Elevamos nuestra proyección para el PIB de los EUA a 2,4% (desde 2,2%) en 2019, como resultado de un 1T19 más sólido, pero mantuvimos sin cambios nuestra previsión para 2020 en 1,7%.**

**La economía de China está empezando a estabilizarse, a medida que los estímulos fiscales y monetarios ganan fuerza.** El PIB creció a un fuerte ritmo (6,4%) en el 1T19, pero estuvo impulsado por contribuciones no recurrentes de las exportaciones netas, mientras que la demanda interna fue débil. Además, los PMI manufactureros retrocedieron situándose cerca de 50 en abril, reforzando un escenario de crecimiento moderado.

**Sin embargo, esperamos un crecimiento deslucido en China.** En ciclos anteriores, el gobierno introdujo estímulos significativos en los sectores de infraestructura y vivienda. Ahora, las medidas se centran en los recortes de impuestos para respaldar el consumo y mejorar las condiciones de crédito para las pequeñas y medianas empresas privadas. Los formuladores de políticas vienen siendo más cautelosos debido a los riesgos estructurales, como la elevada deuda corporativa y los excedentes en el sector de la vivienda. Mantenemos nuestras previsiones para el PIB de China en 6,2% en 2019 y 6,0% en 2020.

**El riesgo de una guerra comercial entre los EUA y China se incrementó.** El 10 de mayo, en un movimiento sorprendente, el presidente Trump decidió aumentar los aranceles a 25% (desde 10%) para 200 mil millones de dólares de importaciones chinas. Además, el presidente declaró que los EUA se moverían rápidamente para imponer aranceles del 25% sobre los 325 mil millones de dólares restantes que aún no están sujetos a las tarifas. Trump resaltó que el acuerdo comercial está avanzando muy lentamente y China está tratando de renegociar. El Primer Ministro chino, Liu, se desplazó a Washington, pero aún no se alcanzó un acuerdo. Como medida de represalia, China elevó los aranceles a 25% (desde 10%) para 60 mil millones de dólares en exportaciones de los EUA, entrando en vigor el 1 de junio. Estimamos que la nueva ronda de aranceles podría recortar 0,2 puntos porcentuales del PIB mundial (EUA, -0,1 puntos porcentuales; China, -0,2 puntos porcentuales; Europa, -0,2 puntos porcentuales, véase tabla).

**Guerra comercial: impacto en el PIB (en p.p.)**

	Realizado	Guerra comercial intermedia	Guerra comercial a gran escala	Total
Alzas en los aranceles	25% sobre 50 mil millones de dólares y 10% sobre 200 mil millones de dólares*	15% sobre 200 mil millones de dólares**	25% sobre 325 mil millones de dólares**	
EUA	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4
China	-0,2	-0,2	-0,5	-0,9
Europa	-0,2	-0,2	-0,4	-0,8
Mundo	-0,2	-0,2	-0,3	-0,7

\* China respondió con tarifas de 25% sobre 50 mil millones de dólares y de 5-10% sobre 60 mil millones de dólares

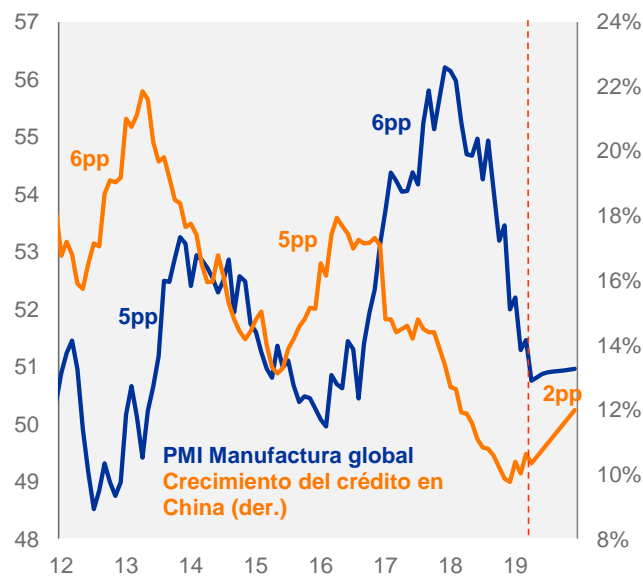
\*\* Consideramos que China responde con el 50% de aranceles aplicados por los EUA

Revisamos nuestra proyección para el PIB mundial a 3,3% (desde 3,4%) en 2019 y a 3,4% (desde 3,5%) en 2020. Incorporamos a estas previsiones el impacto de la última ronda de aranceles de los EUA. Vemos riesgos bajistas para estas previsiones derivados de una mayor escalada en la guerra comercial.

Los precios de los commodities y el comercio global permanecerán lentos, trayendo riesgos bajistas para las economías emergentes

Esperamos que el PMI manufacturero global permanezca débil. En primer lugar, el estímulo en China es modesto (véase gráfico) y la última ronda de aranceles limitará cualquier alza. En segundo lugar, el mantenimiento de las tasas de interés por parte de la Fed reduce los riesgos bajistas, pero el estímulo fiscal de los EUA desaparecerá a fines de 2019. Por último, Europa carece de suficientes estímulos monetarios o fiscales para mitigar los riesgos globales y domésticos. Así, en comparación con las alzas conjuntas anteriores en los ciclos de PMI chinos y globales, esperamos que el ciclo actual sea moderado (véase gráfico).

**La actividad industrial global continuaría débil**



Fuente: Haver, Itaú

Con una economía global débil, las exportaciones de commodities y los mercados emergentes por lo general permanecen contenidos. Los activos de las economías emergentes están correlacionados con los precios de los commodities y las exportaciones. En el caso de las acciones de los mercados emergentes, vemos riesgos bajistas si persiste la escalada de la guerra comercial (véase gráfico)

**Riesgo bajista para las acciones de los mercados emergentes si se intensifica la guerra comercial**



Fuente: Haver, Bloomberg, Itaú

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Itaú CorpBanca Colombia S.A.

## Europa quedaría rezagada

**Europa depende en gran medida del ciclo manufacturero global y, por lo tanto, permanecerá débil.** Debido a su gran apertura al comercio, el sector externo viene siendo un obstáculo al crecimiento de la zona euro desde el año pasado, con una tendencia bajista generalizada en la manufactura mundial, principalmente debido a la guerra comercial y a la desaceleración de China.

**El PIB de la zona euro repuntó en el 1T19, pero el PMI aún indica un crecimiento débil.** El crecimiento en el 1T19 se aceleró a 0,4% intertrimestral (desde 0,2% en el 4T18), pero con un cierto impulso del sector de la construcción que se dispararía en el próximo trimestre. El PMI permaneció bajo en abril y aún indica un crecimiento subyacente débil en torno a 0,2% intertrimestral, lo que significa que los riesgos permanecen inclinados a la baja.

**El BCE anunciará parámetros más flexibles para la fijación de precios de TLTRO-III y reajustará su orientación de política monetaria.** Ante el escenario descrito anteriormente, el BCE definiría parámetros más flexibles para las nuevas operaciones de refinanciación a largo plazo en su próxima reunión de junio, como un descuento en la tasa de interés marginal de la operación de refinanciación. Además, también es probable que una vez más posponga la orientación a futuro sobre las tasas de interés, manteniendo el actual discurso de que permanecerán bajas "al menos hasta fines de 2019".

**Ahora esperamos una expansión de 1,0% (desde 1,2%) tanto en 2019 como en 2020.** Tampoco vemos más potencial de ganancia del euro ante el dólar: nuestras proyecciones se ubican ahora en 1,12 este año (desde 1,17) y 1,12 el próximo año (desde 1,20).

## La inflación en los mercados desarrollados permanecería moderada, favoreciendo el ajuste del marco de política monetaria de la Fed

**Con un débil crecimiento mundial, es probable que la inflación se mantenga por debajo de las metas de las economías desarrolladas.** Primero, en una recuperación débil, es probable que la inflación de los precios de los commodities se mantenga moderada, ni presionando la inflación general por encima de la inflación subyacente, ni elevando las expectativas de inflación. En segundo lugar, dado que las expectativas

de inflación permanecen por debajo de la meta (ligeramente en los EUA y Europa y con un amplio margen en Japón) y con una curva de Phillips más plana, los mercados laborales ajustados no ejercerán una presión significativa sobre la inflación subyacente.

**En el caso de los EUA, la inflación moderada podría favorecer los ajustes en el marco de políticas de la Fed.** Las expectativas de inflación a largo plazo cayeron a 1,7% (desde 2,0%) y podrían retroceder aún más si las tasas de interés neutrales permanecen bajas o continúan cayendo. Por lo tanto, parece haber un apoyo creciente dentro de la Fed para ajustar su marco a una meta de inflación promedio. En la práctica, la Fed mantendría las tasas de interés un poco por debajo del nivel neutral durante las expansiones económicas y se comprometería a mantener las tasas de interés bajas durante más tiempo durante las recesiones, cuando las tasas se ven limitadas por el límite inferior cero. Este nuevo marco, en teoría, reduciría las restricciones de la Fed y, en promedio, disminuiría las tasas de desempleo, anclando más aún las expectativas de inflación alrededor de su meta de 2%.

## América Latina: desaceleración generalizada en las economías de la región

**El crecimiento permanece débil en toda la región y los indicadores de alta frecuencia sugieren que muchas economías perdieron impulso en el primer trimestre de este año.** Tanto en Brasil como en México, las dos mayores economías de América Latina, el PIB se habría contraído 0,2% intertrimestral en el 1T19. En Chile, Colombia y Perú, el proxy mensual del PIB es consistente con un crecimiento por debajo del potencial en el 1T19, lo que representa para Chile y Perú una desaceleración respecto al trimestre anterior. Finalmente, los datos en Argentina sugieren una frágil estabilización en el margen luego de una profunda recesión en 2018. Por supuesto, los factores idiosincrásicos están frenando la expansión económica en muchos países de la región. En Brasil, la perspectiva fiscal requiere la difícil reforma (políticamente hablando) del sistema de pensiones. En México, la incertidumbre que rodea la dirección de la política nacional y la aprobación del USMCA en el Congreso de los EUA continúa pesando en la inversión. Las dudas sobre el resultado de las elecciones presidenciales de este año en Argentina son un obstáculo importante para el crecimiento de la nación, también considerando su efecto sobre las condiciones financieras. En Colombia, la perspectiva fiscal hace posible que haya nuevos recortes en la

calificación soberana y podría estar contribuyendo a la debilidad económica. Pero el hecho de que incluso las economías que no exhiben grandes desequilibrios o riesgos políticos significativos a corto plazo, como Chile y Perú, se enfrentan a una moderación del crecimiento, sugiere que el entorno de crecimiento mundial estaría detrás de la debilidad económica generalizada en la región. Considerando la escalada del conflicto comercial entre China y los EUA, estamos reduciendo nuestras previsiones de crecimiento en Chile, Colombia y Perú.

**En este escenario, las alzas de las tasas de interés son improbables y algunos bancos centrales podrían ofrecer en breve una flexibilización de la política monetaria.** El débil crecimiento, unido a monedas más estables (en relación a los últimos años) mantiene la inflación baja (o más baja) en la mayoría de los países de la región. En Brasil, vemos espacio para

un ciclo de flexibilización de 100 puntos básicos a partir de septiembre, una vez que haya más claridad en relación a la aprobación de la reforma de las pensiones presentada al Congreso. En México, donde la inflación permanece elevada y la política monetaria es estricta, esperamos el inicio de un ciclo de flexibilización en el 4T19, ya que la inflación se mueve hacia dentro del intervalo de la meta de 3% y los riesgos para su trayectoria futura se disipan. En Chile, Colombia y Perú, la política monetaria es expansiva y los bancos centrales están indicando que no hay prisa por retirar los estímulos. Ya no esperamos alzas de las tasas de interés este año en Chile y Perú. En Argentina, el banco central tiene como meta una base monetaria estable, por lo que las tasas de interés continuarán siendo impulsadas por los efectos de la incertidumbre política y la inflación en la demanda de dinero.

## 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	3,3	3,4
EUA - %	1,8	2,5	2,9	1,6	2,2	2,9	2,4	1,7
Zona del Euro - %	-0,2	1,4	2,0	1,9	2,5	1,8	1,0	1,0
Japón - %	2,0	0,0	1,4	1,0	1,4	0,7	0,6	0,9
China - %	7,9	7,4	7,0	6,7	6,8	6,6	6,2	6,0
<b>Tasas de interés y monedas</b>								
Fed fondos - %	0,1	0,1	0,3	0,7	1,4	2,4	2,4	2,4
USD/EUR - final del período	1,37	1,21	1,09	1,05	1,20	1,15	1,12	1,12
YEN/USD - final del período	105,4	119,8	120,4	117,0	112,7	109,7	110,0	110,0
Índice DXY (*)	80,0	90,3	98,7	102,2	92,1	96,2	97,6	97,4
<b>Commodities</b>								
Índice CRB - a/a - %	-5,2	-2,9	-15,1	12,0	1,5	-3,8	-0,5	1,4
Índice CRB - var. media anual - %	-3,1	1,1	-14,0	-1,3	6,9	-0,6	-3,5	0,1
Índice de Commodities Itaú (ICI) - a/a - %	-6,1	-27,5	-28,4	27,5	3,5	-2,2	0,5	1,7
Índice de Commodities Itaú (ICI) - media anual - %	-3,7	-10,2	-32,7	-6,4	13,3	10,2	-3,9	-2,1
Metales - var. media anual - %	-1,2	-14,9	-29,7	-2,6	25,1	3,1	6,5	-3,1
Energía - var. media anual - %	0,9	-5,2	-44,7	-14,5	21,4	24,1	-9,3	-6,4
Agrícolas - var. media anual - %	-11,5	-13,6	-16,0	-0,4	-1,5	0,7	-5,2	4,5

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

### A pesar de las señales positivas, el repunte permanece lento

- ▶ La actividad tuvo un inicio de año lento, pero un mercado laboral en recuperación y una confianza empresarial al alza dentro de un contexto de baja inflación, junto a una política monetaria moderadamente expansiva y los precios más altos del petróleo sugieren una aceleración de la actividad este año. Sin embargo, un menor crecimiento global daría lugar a una recuperación más gradual. Ahora esperamos una expansión de la actividad de 3,1% (3,3% anteriormente; 2,7% el año pasado).
- ▶ Los desequilibrios de la economía, las compras de divisas por parte del banco central y el fortalecimiento global del dólar mantienen débil al peso colombiano, a pesar de la recuperación de los precios del petróleo. A medida que aumenta el sentimiento de aversión al riesgo, esperamos que el peso colombiano alcance 3.245 pesos por dólar a fines de este año (3.180 anteriormente), similar al nivel observado a fines de 2018.
- ▶ Los choques del lado de la oferta y una moneda más depreciada nos llevaron a elevar nuestra proyección de inflación para fin de año en 0,2 puntos porcentuales a un nivel todavía controlado de 3,2% (3,18% en 2018; meta de 3%)
- ▶ Con una inflación aún baja, una recuperación de la actividad más lenta y la persistencia de la incertidumbre internacional, nuestro escenario base es de tasas de interés estables en 4,25% a lo largo de todo nuestro horizonte de proyección.

### Escenario político mixto

**Las objeciones del presidente Iván Duque a seis artículos de una ley relacionada con un tribunal creado como parte del acuerdo de paz con las Fuerzas Armadas Revolucionarias de Colombia (FARC) fueron rechazadas por el Congreso.** La Cámara de Representantes rechazó las propuestas a principios de este año, así como el Senado, pero existe una disputa sobre si la votación alcanzó el límite de mayoría simple (el Corte constitucional se pronunciará sobre el asunto). En general, esto representa un revés para la administración y pone de manifiesto los desafíos que enfrenta en el Congreso. Dados los bajos niveles de aprobación, será difícil realizar reformas importantes aunque controvertidas (necesarias para reducir el déficit fiscal).

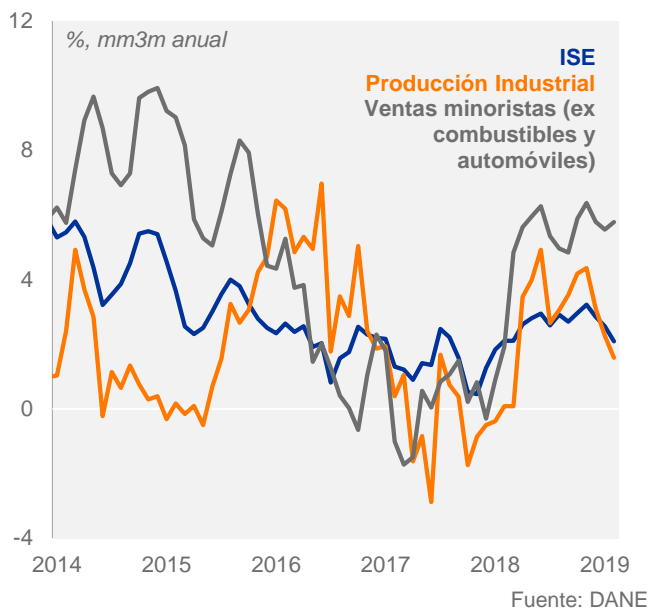
**En una noticia positiva para el gobierno, el Congreso aprobó el Plan Nacional de Desarrollo (PND) de cuatro años de Duque.** El PND es la legalización de un plan de gobierno de la administración (que se presenta durante la campaña presidencial). El plan requiere ser legalmente aprobado por la Cámara de Representantes y el Senado. Dicho esto, la legislación individual aún debe ser aprobada para asuntos económicos (impuestos y otros). Los factores relevantes de este plan incluyen el artículo que trata de los aumentos de impuestos a las

importaciones de textiles, a 37,9%, desde 15%. Como las importaciones de vestuario representan cerca del 25% del consumo local y pesan un 2,9% en la canasta del IPC, la implementación del aumento de este impuesto, podría tener un impacto significativo en los precios al consumidor. Sin embargo, observamos algunas salvedades. En 2016, el gobierno aumentó los aranceles sobre las importaciones valoradas en menos de 10 dólares por kilo a 40%. A pesar de que este ajuste no fue gradual, no se produjo un impacto significativo en el IPC. También existe el riesgo de que los socios comerciales intenten bloquear el movimiento con la Organización Mundial del Comercio, algo que las autoridades minimizaron. Finalmente, mientras que el alza está incluida en el plan, no está claro si entrará en vigor de inmediato o no (la autoridad fiscal podría optar por una implementación gradual). Además, un artículo que reduce el IVA para los productores de combustible, a un 5%, desde 19%, pero no están claros los potenciales efectos adicionales a lo largo de la cadena de valor para los consumidores. En general, con un Congreso dividido, el avance de reformas o legislación controvertida que aumentaría notablemente la inflación es en nuestra opinión poco probable ya que se acerca el ciclo regional de elecciones.

## Inicio lento de la actividad

**El indicador de actividad coincidente (ISE) decepcionó las expectativas en los primeros dos meses del año, reflejando el lento progreso de la recuperación.** En el trimestre finalizado en febrero, el ISE se moderó a 2,1% anual, desde 2,8% registrado en 4T18 (2,7% en 3T18). En el margen, la actividad perdió impulso, y el ISE observó un leve avance de 1,0% intertrimestral y ajustado por estacionalidad, luego de avanzar 3,1% en el 4T18.

### Bache en la trayectoria de recuperación



**Sin embargo, hay algunos factores que indican que la recuperación se fortalecerá este año.** La confianza empresarial permanece estable y en territorio optimista, mientras que la confianza del consumidor se está recuperando a medida que avanza el año. Al mismo tiempo, la tasa de participación en el mercado laboral se está estabilizando y el crecimiento del empleo se aceleró (con una composición favorable).

**En general, esperamos que la actividad mejore este año, pero el crecimiento global más lento nos llevó a revisar nuestra proyección de crecimiento a 3,1% este año (3,3% anteriormente; 2,7% el año pasado).** La recuperación más leve continuaría siendo ayudada por una política monetaria aún expansiva, la baja inflación (que beneficia a los salarios reales) y una mejoría en los niveles de confianza. Esperamos ahora una expansión de 3,4% en 2020 (3,6% anteriormente).

## El peso colombiano no logra beneficiarse de los precios más altos del petróleo

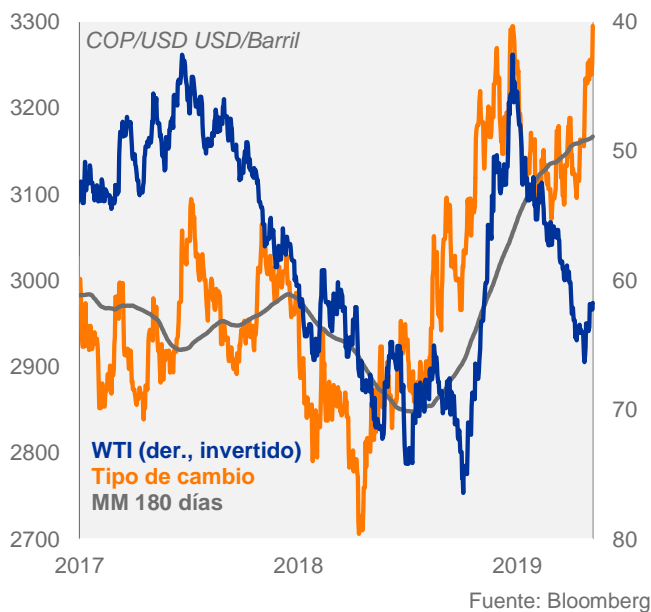
**Los desequilibrios externos siguieron deteriorándose en febrero.** El déficit comercial acumulado en 12 meses aumentó desde 7,1 mil millones de dólares en 2018 a 7,8 mil millones de dólares a fines de febrero. Además, nuestro ajuste estacional muestra que el déficit fue más amplio en el trimestre que finalizó en febrero, ya que la debilidad de las exportaciones de petróleo compensó la moderación en el crecimiento de las importaciones.

**El crecimiento de las importaciones se está moderando, lo que refleja el frágil repunte de la actividad.** Las importaciones crecieron 11,2% anual en el trimestre que concluyó en febrero, en medio de una desaceleración generalizada, desde 19,4% en el 4T18. En el margen, la reducción de los bienes de consumo y de capital provocó una fuerte desaceleración de las importaciones. Mientras tanto, las exportaciones cayeron 6,3% en el trimestre que finalizó en febrero (desde +1,6% en el 4T18), debido a los menores precios del petróleo al principio del año y al decepcionante resultado de las exportaciones de carbón.

**El debilitamiento de la economía mundial y la recuperación gradual de la actividad perjudicaron las perspectivas de las cuentas externas.** Ahora vemos el déficit de cuenta corriente de 2019 en un amplio 4,1% del PIB (4,0% anteriormente; 3,8% en 2018).

**El peso colombiano se depreció recientemente a pesar de la cotización más alta del petróleo.** Detrás de esta evolución está el mayor riesgo de rebaja en la calificación crediticia en medio del desafío fiscal, el amplio déficit de cuenta corriente, la renovación y ejecución continua del programa de acumulación de reservas internacionales (400 millones de dólares por mes, el Banco de la República adquirió 2.800 millones de dólares desde el inicio del programa en septiembre), así como el envío de utilidades que disminuyó la liquidez del dólar en el mercado local. Con el aumento del sentimiento de aversión al riesgo, esperamos que la divisa colombiana se ubique en 3.245 pesos por dólar a fines de este año (3.180 anteriormente), nivel similar al observado a fines de 2018.

### El peso diverge del petróleo



### Inflación subyacente bajo control



## Inflación transitoriamente más alta

La inflación anual de abril se aceleró a 3,25% desde 3,21% en marzo. Algunas presiones inflacionarias serían transitorias, especialmente las relacionadas con los alimentos.

La inflación subyacente permaneció baja en abril. Según el Banco de la República, el promedio de las medidas de inflación subyacente se ubicó en 2,95% en abril (2,82% anteriormente), cerca de la meta de 3%. Específicamente, la medida subyacente que excluye alimentos y precios regulados (monitoreada de cerca por el Banco de la República) alcanzó un nivel aún bajo, 2,57% en abril (2,38% anteriormente). En general, la inflación transable (excluyendo alimentos y bienes regulados) aumentó, pero sigue siendo un lastre clave para la inflación en 1,16% (0,9% anteriormente; inflación general: 3,25%). La inflación no transable (excluyendo también los alimentos y los precios regulados) subió a 3,42% (3,29% anteriormente). Mientras tanto, el componente regulado permanece alto a pesar de una cierta moderación en el mes.

Los choques del lado de la oferta y una moneda más débil nos llevaron a revisar nuestra proyección de inflación a fines de año, elevándola en 0,2 puntos porcentuales, a 3,2%, un registro todavía controlado (3,18% en 2018), ya que la brecha de producto negativa mantiene las presiones contenidas. Sin embargo, todavía hay riesgos alcistas. Además de la crisis mundial de la carne porcina, un aumento de los aranceles sobre las importaciones de textiles podría hacer subir la inflación. Además, los cambios en las condiciones financieras externas podrían afectar al peso colombiano más que a muchas otras monedas de los mercados emergentes, dado el amplio déficit de cuenta corriente del país.

## Tasas de interés estables, pero surgen algunas preocupaciones

En la reunión de política monetaria de abril, el Banco de la República mantuvo la tasa de política monetaria (TPM) en 4,25%, como era esperado. Un elemento nuevo en mantuvieron una postura neutral, fue la introducción de la balanza de pagos en el párrafo final (que no estaba presente desde hace más de un año) como un factor que debe ser monitoreado por la Junta Directiva. Sin embargo, el del Banco de la República, Juan José Echavarría, restó importancia a la modificación durante la conferencia de prensa que anunciaba la decisión y las minutas de la reunión muestran al resto de la Junta Directiva siguiendo la misma línea, destacando la composición (importaciones



relacionadas con la inversión) y el financiamiento (principalmente IED) del amplio déficit de cuenta corriente. Anteriormente, Echavarría declaró que el efecto de las tasas de interés en las cuentas externas no estaba claro.

**En el escenario externo, la expansión de los socios comerciales de Colombia fue revisada a la baja, pero fue aplicado un leve aumento en la proyección del precio del petróleo para este año.** Los recientes acontecimientos globales que señalan una política monetaria más flexible apoyan la continuidad del financiamiento internacional a bajo costo, lo que ayuda a reducir la prima de riesgo de Colombia

**Aunque la inflación sorprendió al alza en marzo, la inflación permaneció durante el 1T19 por debajo de las expectativas al inicio del año y las medidas subyacentes aún eran bajas.** No se observó una preocupación notable por las expectativas de inflación que se mueven justo por encima de la meta.

**La expectativa de recuperación de la actividad se reforzó, pero abundan las preocupaciones.** La recuperación y la recuperación de la inversión favorece una recuperación del crecimiento a 3,5% este año, desde 2,7% el año pasado. Sin embargo, algunos miembros del directorio están preocupados por la velocidad del proceso de recuperación, la débil

dinámica del mercado laboral (y la ambigüedad de sus impulsores) y el bajo crecimiento de los préstamos comerciales.

**Teniendo en cuenta la inflación controlada, las expectativas inflacionarias ancladas, la tasa de política monetaria próxima al nivel neutral y el ritmo de recuperación del crecimiento aún restringido, creemos que el banco central se mantendrá a la espera durante todo el año, manteniendo la TPM en 4,25%.** Considerando la recuperación más lenta esperada a futuro consecuencia de la desaceleración global esperamos que no haya cambios en las tasas en 2020 (anteriormente, esperábamos un ciclo de normalización que comenzaría a fines del próximo año).

**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	2,7	3,1	3,4
PIB nominal - USD mil millones	382	381	294	282	311	330	321	344
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	6.625	6.364	6.749
Tasa de desempleo - media anual	9,6	9,1	8,9	9,2	9,4	9,7	9,8	9,5
<b>Inflación</b>								
IPC - %	1,9	3,7	6,8	5,8	4,1	3,2	3,2	3,0
<b>Tasa de interés</b>								
Tasa de referencia - final del año - %	3,25	4,5	5,75	7,50	4,75	4,25	4,25	4,25
<b>Balanza de pagos</b>								
COP/USD - final del período	1.930	2.377	3.175	3002	2.932	3.254	3.245	3.250
Balanza comercial - USD mil millones	2,2	-6,2	-15,6	-11,1	-6,1	-7,1	-8,0	-8,2
Cuenta corriente - % PIB	-3,3	-5,2	-6,3	-4,3	-3,3	-3,8	-4,1	-3,9
Inversión extranjera directa - % PIB	4,2	4,2	4,0	4,9	4,5	3,3	4,2	4,7
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	-2,8	-2,3
Deuda pública bruta del gob. central - % del PIB	37,1	40,2	45,0	46,0	47,0	50,7	50,9	50,1

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**

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

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

**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.