

# Escenario macro - Colombia



Escenario Macro | 18 de diciembre de 2019

## Economía global

### Probable fortalecimiento del crecimiento ..... 2

La reducción de los riesgos (aranceles, Brexit) y el estímulo impulsarían una leve mejora del crecimiento mundial en 2020.

## Colombia

### Las protestas ejercen más presión sobre las cuentas fiscales ..... 7

Sumándose a la ola regional de manifestaciones, los colombianos tomaron las calles en noviembre para expresar su descontento sobre una variedad de temas. Los riesgos para las cuentas fiscales están aumentando mientras el gobierno responde a las demandas sociales con mayor gasto.

## Revisión de Escenario

### Mundo

	2019		2020		2021
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual
PIB - %	3,0	3,0	3,1	3,1	3,3

### Brasil

	2019		2020		2021
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual
PIB - %	1,2	1,0	2,2	2,2	3,0
BRL / USD (dic)	4,00	4,00	4,15	4,15	4,15
Tasas de interés (dic) - %	4,50	4,50	4,00	4,00	4,50
IPCA (%)	4,1	3,3	3,5	3,7	3,5

### Argentina

	2019		2020		2021
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual
PIB - %	-2,9	-2,9	-2,0	-2,0	1,0
ARS / USD (dic)	65,00	65,00	92,00	92,00	129
BADLAR (dic) - %	40,00	40,00	24,00	24,00	24
Tasa de referencia - %	50,0	50,0	30,0	30,0	30
IPC - %	55,0	58,0	43,0	43,0	43

### Colombia

	2019		2020		2021
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual
PIB - %	3,3	3,3	3,1	3,1	3,0
COP / USD (dic)	3400	3400	3450	3430	3450
Tasas de interés (dic) - %	4,25	4,25	4,25	4,25	4,50
IPC - %	3,8	4,0	3,5	3,5	3,0

### Paraguay

	2019		2020		2021
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual
PIB - %	-1,0	1,0	3,0	3,0	
PYG / USD (dic)	6400	6250	6500	6500	
Tasas de interés (dic) - %	4,00	4,25	4,25	4,25	
IPC - %	2,8	3,0	4,0	4,0	

### América Latina y el Caribe

	2019		2020		2021
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual
PIB - %	0,2	0,1	1,2	1,2	2,0

### México

	2019		2020		2021
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual
PIB - %	-0,1	0,1	1,1	1,1	1,5
MXN / USD (dic)	19,60	19,40	19,90	19,60	20,00
Tasas de interés (dic) - %	7,25	6,75	6,00	6,00	5,50
IPC - %	2,9	2,9	3,1	3,1	3,3

### Chile

	2019		2020		2021
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual
PIB - %	1,0	2,0	1,2	2,4	1,9
CLP / USD (dic)	775	730	780	715	770
Tasas de interés (dic) - %	1,75	1,25	1,25	1,25	1,25
IPC - %	3,2	2,6	3,3	2,6	3,0

### Perú

	2019		2020		2021
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual
PIB - %	2,3	2,3	3,2	3,2	3,5
PEN / USD (dic)	3,38	3,38	3,43	3,43	3,36
Tasas de interés (dic) - %	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
IPC - %	1,9	2,1	2,0	2,0	2,3

### Uruguay

	2019		2020		2021
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual
PIB - %	0,0	0,5	1,5	2,0	
UGY / USD (dic)	37,50	35,00	40,00	36,70	
Tasas de interés (dic) - %	8,00	8,00	8,00	8,00	
IPC - %	8,0	7,5	7,5	7,0	

## Economía global

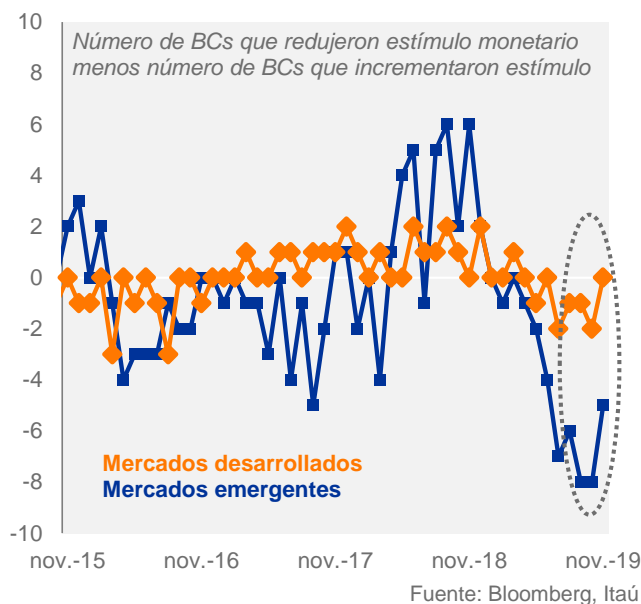
### Probable fortalecimiento del crecimiento

- ▶ La reducción de los riesgos (aranceles, Brexit) y el estímulo impulsarían una leve mejora del crecimiento mundial en 2020.
- ▶ Estados Unidos probablemente crecerá cerca del 2,0% y la Fed no debería introducir cambios en 2020.
- ▶ Europa se estabilizaría cerca del potencial.
- ▶ China: señales de un mejor crecimiento.
- ▶ Principales riesgos mundiales para 2020: elecciones estadounidenses, sustituyendo la guerra comercial/Brexit.
- ▶ América Latina: la disipación parcial de los riesgos domésticos apoya los precios de los activos regionales.

La reducción de los riesgos (aranceles, Brexit) y el estímulo impulsarían una leve mejora del crecimiento mundial en 2020.

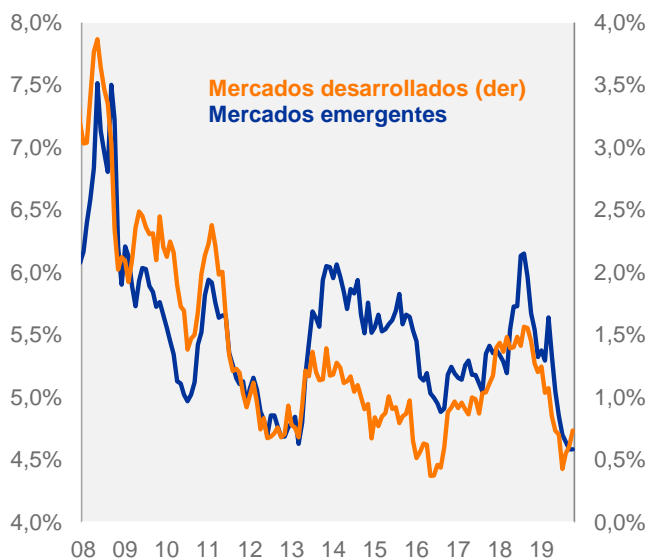
Los principales riesgos (escalada arancelaria entre China y Estados Unidos, Brexit) que afectaron la economía mundial en 2018 y 2019 se están estabilizando. Aún se mantiene la incertidumbre, pero es probable que los aranceles entre Estados Unidos y China hayan alcanzado su punto máximo por el momento. De esta manera, los flujos comerciales y de manufactura a nivel mundial se estabilizarían en 2020. El Presidente Trump podría incluso eliminar algunos aranceles como parte del acuerdo comercial de Fase 1. Si Trump elimina los aranceles, nuestro índice de guerra comercial sugiere que el dólar/yuan podría caer por debajo de 7,0, mientras que el bono del Tesoro de Estados Unidos a 10 años podría subir a 2,0%. En Europa, el riesgo de que no se logre un acuerdo por el Brexit disminuyó después de que los conservadores obtuvieran la mayoría en el Parlamento del Reino Unido.

#### Flexibilización monetaria sincronizada...



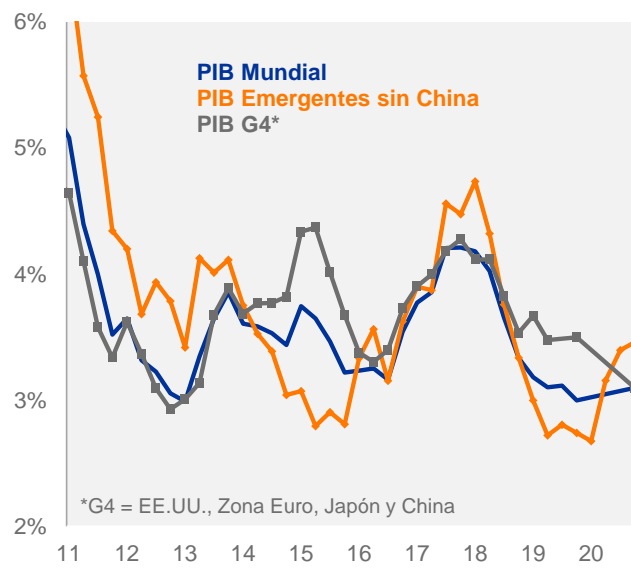
Además, los bancos centrales han recortado considerablemente las tasas de interés en 2019. La flexibilización sincronizada (ver gráfico anterior) redujo las tasas a 5 años 70pb en las economías desarrolladas y 150pb en las economías emergentes (ver gráfico).

**... generó tasas significativamente más bajas en 2019**



Fuente: Bloomberg, Itaú

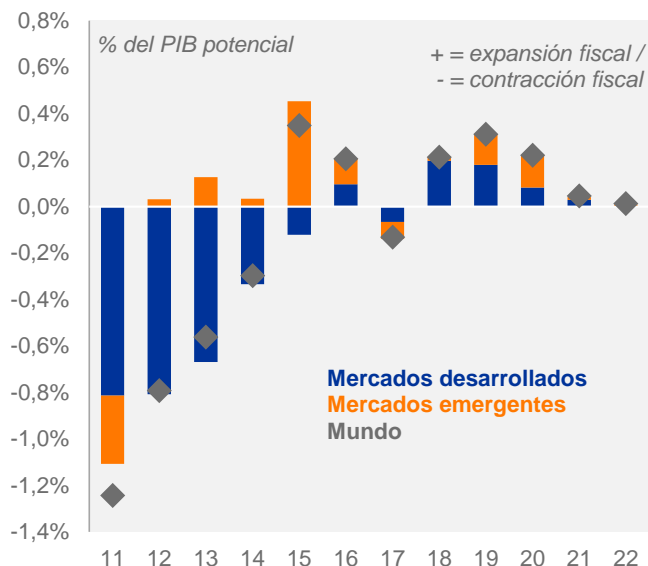
**El PIB mundial mejoraría ligeramente en 2020**



Fuente: IMF, Itaú

Por último, es probable que la política fiscal continúe apoyando modestamente el crecimiento en 2020. Se estima un impulso fiscal mundial ajustado cíclicamente en +0,2pp del PIB en 2020, frente al +0,3pp en 2019 (ver gráfico).

**La política fiscal probablemente continúe apoyando modestamente el crecimiento en 2020.**



Fuente: IMF, Itaú

En resumen, prevemos que el PIB mundial mejoraría ligeramente en 2020. Proyectamos que el PIB mundial mejorará a 3,1% en 2020, desde 3,0% en 2019, liderado principalmente por los mercados emergentes excluida China (ver gráfico).

Estados Unidos probablemente crecerá cerca del 2,0% y la Fed no debería introducir cambios en 2020.

Es probable que el crecimiento del PIB se establezca cerca del 2 % en 2020. El consumo podría sostener un crecimiento ligeramente superior al 2%, apoyado por los ingresos laborales, con un sólido crecimiento de la nómina y los salarios, y ayudado por tasas de fondos de la Fed más bajas. Sin embargo, incluso con una disminución de los riesgos, es probable que las exportaciones y las inversiones afecten la actividad, ya que el crecimiento mundial sigue siendo débil y es probable que la incertidumbre de la política económica continúe siendo elevada durante las elecciones presidenciales de 2020.

Es probable que la Fed mantenga la tasa de fondos de la Fed en 1,5%-1,75% en 2020. La inflación ha promediado sólo 1,5% en la última década y las expectativas de inflación a largo plazo se han estabilizado a un poco menos del 2%. Por lo tanto, la Fed probablemente adoptará una meta de inflación promedio alrededor de mediados de 2020 con el fin de anclar mejor las expectativas de inflación. De esta manera, a pesar de una perspectiva benigna para 2020 marcada por un crecimiento en o ligeramente por encima del potencial y un incremento de la inflación de alrededor del 2%, es poco probable que la Fed suba las tasas de interés en 2020.

Mantenemos nuestra expectativa de que los rendimientos del Tesoro a 10 años se estabilizarán en 2,0%.

## Europa se estabilizaría cerca del potencial.

**El crecimiento se estabilizó a una tasa anualizada de 0,9% en el 3T y debería mantenerse cerca de su ritmo potencial de 1,0%.** El crecimiento en el 3T19 se mantuvo en 0,2% trimestral y 0,9% anualizado, manteniendo el ritmo observado en el 2T19 y cerca del ritmo potencial de 1,0%. Aunque los PMI siguen siendo bajos y continúan sugiriendo un débil crecimiento en el 4T, los riesgos externos siguen bajando, sobre todo después de un menor riesgo de que no se lograra un acuerdo por el Brexit con una mayoría conservadora en el Parlamento del Reino Unido y expectativas de un mini acuerdo comercial entre Estados Unidos y China. La demanda interna sigue siendo resiliente, apoyada por favorables condiciones financieras y un sólido mercado laboral.

### La flexibilización de la política monetaria tiene un limitado impacto y la expansión fiscal es débil.

Continuamos dudando que la actual política monetaria expansiva resulte suficiente para impulsar la recuperación del crecimiento, porque los préstamos ya se están expandiendo de manera sólida, 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 prevista del balance primario ajustado cíclicamente) es pequeño y no lo suficiente para impulsar el crecimiento en la región.

**Hemos revisado levemente al alza nuestra previsión del PIB a 1,2% (desde 1,1%) en 2019, lo que refleja las revisiones de la serie, y a 1,0% (desde 0,8%) para 2020, debido a menores riesgos externos.**

## China: señales de un mejor crecimiento

**Los PMI manufactureros saltaron por encima de 50 en noviembre, mostrando signos de estabilización de la actividad en el 4T19.** En particular, el componente de empleo -que es menos volátil que la cifra general- 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.

**Dicho esto, no esperamos una mejora importante de la actividad, ya que las autoridades parecen estar cómodas con una gradual senda de desaceleración.** Las recientes respuestas de política parecen tener como objetivo simplemente reducir la desaceleración, en lugar de brindar un impulso importante a la actividad. Reiteramos nuestra previsión de que es poco probable que se anuncie un importante paquete de crédito/vivienda, debido a problemas de estabilidad financiera.

**Por ahora, mantenemos nuestra previsión de crecimiento en 5,7% en 2020 y 5,6% en 2021, frente a 6,2% en 2019.** Sin embargo, un acuerdo comercial entre Estados Unidos y China implica un sesgo al alza para nuestros números.

## Principales riesgos mundiales para 2020: elecciones estadounidenses, sustituyendo la guerra comercial/Brexit.

**En 2020, es probable que el principal riesgo sean las elecciones en Estados Unidos, ya que las propuestas de política económica parecen más polarizadas que nunca, particularmente en cuestiones internas.** Otros riesgos incluyen las persistentes tensiones entre Estados Unidos y China. Creemos que se evitará un Brexit duro. Dada la ausencia de shocks políticos, es probable que el ciclo económico de Estados Unidos continúe presionando a los mercados laborales y a los balances corporativos, creando así cierto nivel de riesgo para las tasas de interés.

Riesgo Global	Probabilidad		Racional	Consecuencia
	2020	2019		
Elección EE.UU.	15%	3%	Juicio político y/o elección lleva a caída en inversión	Recesión global
Guerra Comercial	5%	20%	Alza de tarifas e incertidumbre comercial llevan a caída en inversión global	Recesión global
Tasa interés EE.UU.	3%	3%	Sobre-calentamiento de EE.UU. y/o caída de la renta fija (alza de tasas)	Recesión global
Brexit "duro"	2%	20%	Falta de acuerdo entre R.U. y U.E. para extender Artículo 50	Recesión europea
Probabilidad (al menos un evento)	23%	40%		

## América Latina: la disipación parcial de los riesgos domésticos apoya los precios de los activos regionales.

**En Chile y Colombia, el malestar social ha dictado el comportamiento de los precios de los activos.** En Chile, que ha estado enfrentando movimientos sociales masivos desde octubre, el gobierno anunció un referéndum para decidir una nueva constitución. Desde entonces, las manifestaciones han perdido impulso. Además, dados los sólidos fundamentos de Chile, hay un amplio margen para la respuesta política. El gobierno ha anunciado un considerable paquete fiscal para el próximo año (financiado en parte con recursos de fondos soberanos), mientras que el Banco Central está implementando un agresivo programa de intervención cambiaria (que asciende a 20.000 millones de dólares). En cuanto a la política monetaria, el Banco Central mantuvo la tasa de política monetaria sin cambios en su decisión más reciente e indicó que es poco probable que se implementen recortes de la tasa en los próximos meses. Sin embargo, la tasa de interés real se mantiene en niveles cómodos (mientras que la tasa de interés real de mercado se encuentra en territorio negativo). El peso chileno reaccionó positivamente a los anuncios de política, reduciendo sus pérdidas frente al dólar. En Colombia, las protestas han sido pacíficas y el hecho de que las manifestaciones tengan líderes claros hace que el diálogo sea mucho más sencillo que en Chile. El peso colombiano ha recuperado recientemente una parte significativa de sus pérdidas frente al dólar estadounidense.

**Mientras tanto, la probable aprobación del T-MEC en el Congreso de Estados Unidos reducirá la incertidumbre en México, beneficiando al peso mexicano y compensando parcialmente los efectos de las micropolíticas de inversión internas.** Si bien hemos reducido nuestra previsión de crecimiento para México a -0,1% este año, seguimos esperando una recuperación a 1,1% en 2020, también ayudado por una política fiscal más favorable.

**La recuperación económica en Brasil está apoyando los precios de los activos locales.** Los avances en la agenda fiscal han permitido al Banco Central llevar la tasa de referencia Selic a niveles más bajos, contrarrestando los efectos de una postura fiscal más contractiva y generando una gradual mejora de la actividad. Hemos aumentado nuestra estimación de crecimiento para este año a 1,2% (desde 1,0% anteriormente).

**Sin embargo, la volatilidad del mercado debido a eventos domésticos podría resurgir en 2020.** En Chile, el proceso de redacción de una nueva constitución garantizará que la incertidumbre siga siendo alta, frenando la inversión. Sin duda, no está claro si el país puede redactar una nueva constitución que mantenga el entorno favorable para las empresas y que a la vez satisfaga las demandas sociales. En este contexto, hemos reducido significativamente nuestras previsiones de crecimiento para este año (a 1,0%) y el siguiente (1,2%), a pesar de los recientes anuncios de política. Los fundamentos colombianos son mucho más frágiles que en Chile, por lo que es difícil para el gobierno hacer concesiones significativas sin arriesgar el estatus de grado de inversión del país. Perú probablemente enfrentará manifestaciones a principios de 2020 si la Corte Suprema del país falla en contra de la disolución del Congreso anunciada por el Presidente Martín Vizcarra en septiembre. Finalmente, un ambiente de débil crecimiento y aumento de la violencia en México podría generar una respuesta gubernamental más agresiva, deteriorando las métricas fiscales del país en un momento en que la deuda pública ya se encuentra en niveles incómodos.

## 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	3,0	3,1
EUA - %	1,8	2,5	2,9	1,6	2,4	2,9	2,2	1,7
Zona del Euro - %	-0,2	1,4	2,0	1,9	2,7	1,9	1,1	0,8
Japón - %	2,0	0,0	1,3	0,6	1,9	0,8	0,8	0,4
China - %	7,9	7,4	7,0	6,7	6,8	6,5	6,2	5,7
<b>Tasas de interés y monedas</b>								
Fed fondos - %	0,1	0,1	0,3	0,7	1,4	2,4	1,6	1,6
USD/EUR - final del período	1,37	1,21	1,09	1,05	1,20	1,15	1,10	1,10
YEN/USD - final del período	105,4	119,8	120,4	117,0	112,7	109,7	107,5	107,5
Índice DXY (*)	80,0	90,3	98,7	102,2	92,1	96,2	98,4	98,4
<b>Commodities</b>								
Índice CRB - a/a - %	-5,2	-2,9	-15,1	12,0	1,5	-3,8	-5,9	-0,6
Índice CRB - var. media anual - %	-3,1	1,1	-14,0	-1,3	6,9	-0,6	-5,4	-4,7
Índice de Commodities Itaú (ICI) - a/a - %	-6,1	-27,5	-28,4	27,5	3,5	-2,2	2,2	-0,8
Índice de Commodities Itaú (ICI) - media anual - %	-3,7	-10,2	-32,7	-6,4	13,3	10,2	-2,6	-3,1
Metales - var. media anual - %	-1,2	-14,9	-29,7	-2,6	25,1	3,1	9,3	-5,0
Energía - var. media anual - %	0,9	-5,2	-44,7	-14,5	21,4	24,1	-11,3	-6,8
Agrícolas - var. media anual - %	-11,5	-13,6	-16,0	-0,4	-1,5	0,7	-0,8	3,2

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

## Las protestas ejercen más presión sobre las cuentas fiscales

- ▶ Continuando con la ola regional de manifestaciones, los colombianos tomaron las calles en noviembre para expresar su descontento sobre una variedad de temas. Las protestas, sin embargo, han sido generalmente pacíficas, lo que ha evitado una interrupción abrupta de las operaciones comerciales. Por lo tanto, todavía prevemos un crecimiento de 3,3% este año y de 3,1% el próximo (2,6% en 2018), pero estamos esperando la publicación de nuevos datos para evaluar mejor el impacto de los movimientos públicos. Sin embargo, los riesgos para las cuentas fiscales a corto plazo están aumentando mientras el gobierno responde al malestar social con una flexibilización de la política.
- ▶ Dada la actual desinflación de los alimentos, ahora esperamos que la inflación cierre el año en 3,8% (4,0% anteriormente; 3,18% en 2018). Hacia 2020, la mayor disipación de los shocks de oferta de alimentos de 2019, las expectativas de inflación básicamente ancladas y una brecha del producto aún negativa contendrían los incrementos de precios, aunque la transferencia de la depreciación de la moneda constituye un riesgo al alza. Esperamos una inflación de 3,5% para el cierre de 2020.
- ▶ Es probable que el Banco Central mantenga estable la tasa de política, en 4,25%. La combinación de una recuperación estable de la actividad y las expectativas de inflación controladas le permiten al directorio mantener las tasas cerca de los niveles neutrales, listos para responder a cualquier cambio significativo en el escenario económico.

## El descontento social genera concesiones fiscales

**Continuando con la ola regional de manifestaciones, los colombianos tomaron las calles en noviembre.** Ya había sido convocada una huelga general hace unos meses, pero ganó impulso debido a las protestas chilenas. El amplio rango de cuestiones sociales en juego incluía el rechazo a posibles reformas a las leyes de pensiones (jubilación tardía) y leyes laborales (mayor flexibilidad), el apoyo al aumento del gasto en educación, el lento progreso de la aplicación del acuerdo de paz y los desafíos que enfrenta la comunidad indígena. Pero a diferencia de sus pares regionales, las protestas fueron generalmente pacíficas, sólo con incidentes aislados en algunas ciudades, incluida Bogotá, y toques de queda declarados por las autoridades locales (sobre todo en la ciudad de Cali). Por lo tanto, no se produjo una interrupción abrupta del comercio.

**Dado el bajo capital político del presidente Duque y la ausencia de considerables buffers fiscales (la deuda bruta del gobierno nacional se encuentra por encima del 50% del PIB y está en aumento), será difícil abordar las crecientes demandas de gasto social sin arriesgar la calificación soberana.** Es generalizado el reconocimiento de la necesidad de una reforma pensional (para ampliar la cobertura y garantizar la sostenibilidad del sistema), pero carece de apoyo político

y popular, y no hay apetito para otra reforma fiscal con el objetivo de impulsar los ingresos estructurales.

**De hecho, en un esfuerzo por sofocar las protestas, el presidente Duque modificó la reforma tributaria propuesta por el gobierno (que debe ser aprobada antes de fin de año) para ayudar a financiar un presupuesto de gasto para 2020 que ya ha sido aprobado.** El paquete de medidas incluye una rebaja del IVA para el 20% más pobre de los colombianos, tres días libres de IVA al año y una reducción de los aportes de salud para algunos pensionados. Las medidas que se incluirán en el proyecto de ley de reforma tributaria que se está analizando en el Congreso tendrán un costo fiscal estimado de alrededor de 0,3% del PIB. Destacamos que la ley de financiamiento aprobada a fines de 2018 ya se había hundido y actualmente se está debatiendo de nuevo en el Congreso porque la Corte Constitucional dictaminó que no cumplió con ciertos procedimientos para lograr su aprobación.

**En resumen, la consolidación fiscal en los próximos años será difícil y aumentará la dependencia del gobierno de las fuentes de ingresos excepcionales.** La administración ha fijado una meta de déficit fiscal de 2,2% del PIB para 2020 (desde el 2,4% del PIB previsto para este año). Las finanzas públicas de Colombia se beneficiarán el próximo año de mayores dividendos del Banco Central y menores compromisos de pensiones del sector público.

**Un punto positivo y en contraste con Chile, tiene que ver con que las protestas en Colombia cuentan con un liderazgo claro, lo que está ayudando a facilitar el diálogo.** Las discusiones entre la administración y el comité de organización de paro determinarán cómo se centrará las protestas. El gobierno presentó un plan de trabajo con seis puntos clave (transparencia, educación, acuerdo de paz, medio ambiente, fortalecimiento de las instituciones y crecimiento económico) como una estrategia para abordar el descontento social. El presidente Duque también propuso un "diálogo nacional" que se centrara en temas sociales y corrupción, al tiempo que pidió a los colombianos que presentaran propuestas que pudieran mejorar la sociedad.

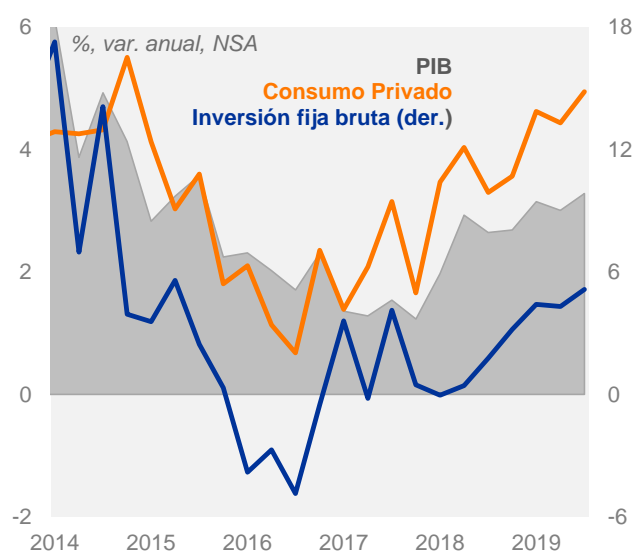
**Fitch confirmó recientemente la calificación de deuda en moneda extranjera a largo plazo de Colombia en BBB (la segunda calificación de grado de inversión más baja), y mantuvo la perspectiva negativa.** Fitch cambió su perspectiva para Colombia de neutral a negativa a fines de mayo. El hecho de que se haya mantenido la perspectiva negativa refleja que continúan los riesgos para la consolidación fiscal y la trayectoria de la deuda pública, el debilitamiento de la credibilidad de la política fiscal, y la mayor vulnerabilidad externa derivada del aumento de los desequilibrios externos y el endeudamiento. Los principales riesgos que podrían generar una reducción de la calificación de Colombia provienen de la incapacidad para estabilizar la senda de deuda, el aumento de la carga de la deuda externa y el crecimiento sostenido por debajo del nivel de sus pares. Observamos que los desafíos a los que se enfrentará a partir de 2020 en adelante son considerables y es poco probable que las medidas de evasión fiscal basten para aumentar los ingresos lo suficiente como para estabilizar el ratio de deuda. Observamos que la calificación de deuda externa a largo plazo de Moody's se encuentra en un equiparable Baa2 (perspectiva estable), mientras que la calificación de S&P se encuentra en un nivel más abajo (BBB-) con una perspectiva estable.

### Favorable dinámica de actividad

**El PIB se expandió un 3,3% interanual en el 3T19 (3,0% en el 2T19), la tasa más alta desde 2015, a pesar de cierta desaceleración en el margen (2,3% trimestral anualizado desestacionalizado, desde 5,3% en el 2T19).** Como ya ha sucedido este año, el crecimiento se vio impulsado por un mejor nivel de consumo e inversión.

**Es probable que el crecimiento del crédito y la inmigración venezolana sean factores clave detrás del fuerte comportamiento del consumo.** El crecimiento del consumo privado se aceleró a 4,9% interanual (desde 4,4% en el 2T19), el ritmo más rápido desde 2014. Mientras tanto, la inversión fija bruta aumentó un 5,1% interanual, liderada por el gasto en maquinaria y equipo. Las importaciones se aceleraron a 10,0% (8,2% en el 2T19), mientras que las exportaciones se desaceleraron a 1,9% interanual (3,7% en el 2T19), en línea con un amplio déficit de cuenta corriente.

### Sólida demanda interna



Fuente: Dane, Itaú

**A pesar del sólido consumo, un debilitamiento del mercado laboral y una baja confianza podrían frenar el dinamismo a futuro.** En el trimestre finalizado en octubre, la tasa de desempleo fue 1,1pp más alta que hace un año, registrando un 10,3%. El empleo se contrajo 1,9% interanual (similar al 2T19 y 3T19), mientras que la fuerza laboral se redujo un modesto 0,8%. El empleo por cuenta propia cayó un 6,5% interanual en el trimestre (en línea con el 3T19), y el crecimiento del empleo privado se moderó a 2,9% (3,2% en el 3T19 y 3,6% en el 2T19). Mientras tanto, los niveles de confianza del consumidor se han mantenido en territorio negativo durante 11 de los últimos 12 meses.

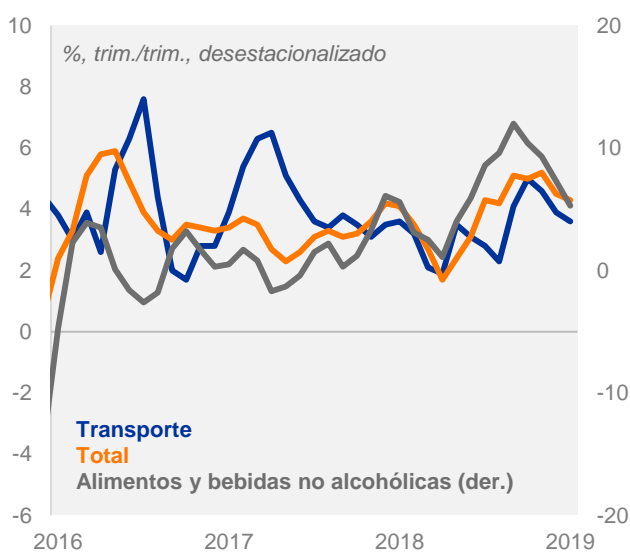


**Una sólida inversión y el consumo impulsarán un crecimiento de 3,3% este año y de 3,1% el próximo (2,6% en 2018).** El crecimiento podría decepcionar si el malestar social aumenta, incrementando la incertidumbre y afectando la confianza. A la fecha, las protestas han sido en su mayoría pacíficas y no tan disruptivas y persistentes como en otros países del continente.

### Ligera transferencia de la depreciación hasta el momento

**En noviembre, la inflación resultó básicamente estable, en 3,84%, apoyada por una baja inflación de bienes duraderos (1,16% frente a 0,81% en octubre), lo cual refleja hasta ahora sólo una ligera transferencia de la depreciación del peso colombiano.** Mientras tanto, la medida subyacente, que excluye los precios de los alimentos, fue de 3,39%, con un aumento desde el 3,33% el mes anterior, mientras que la inflación, excluidos los precios de los alimentos y la energía, fue de 3,30% (3,25% en octubre), la más alta en más de un año, aunque aún cerca de la meta. Los precios de bienes no duraderos continúan impulsando la inflación a pesar de moderarse a 4,98% interanual (+5,10% en octubre). En el margen, la inflación en los últimos tres meses (desestacionalizada, anualizada) bajó a 4,3%, desde 5,2% en el 3T18.

#### La inflación se moderó en el margen



Fuente: Dane, Itaú

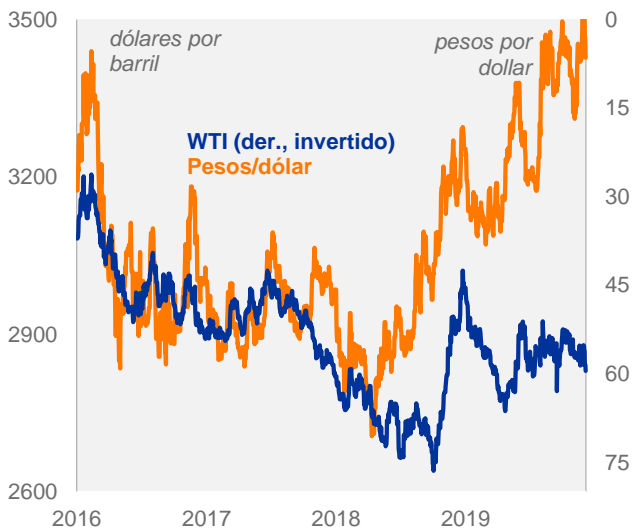
**Dada la actual desinflación de los alimentos, ahora esperamos que la inflación cierre el año en 3,8% (4,0% anteriormente; 3,18% en 2018).** Hacia 2020, la mayor normalización de los precios de los alimentos, las expectativas de inflación básicamente ancladas y una brecha del producto aún negativa contendrían las presiones adicionales a futuro, aunque la transferencia de la depreciación de la moneda constituye un riesgo al alza. Esperamos una inflación de 3,5% para el cierre de 2020.

### Aumentó aún más el déficit de cuenta corriente

**Debido al fortalecimiento de la demanda interna y la reducción de las exportaciones, el déficit de cuenta corriente subió considerablemente en el 3T19.** El déficit de 3.900 millones de dólares en el 3T19 fue 722.000 millones de dólares más alto que que aquel observado en el 3T18. Como resultado, el déficit acumulado de 4 trimestres resultante subió a 4,5% del PIB desde 4,2% en el 2T19 y 4,0% el año pasado. La IED acumulada de 4T está cerca de financiar plenamente el déficit de cuenta corriente, mientras que la inversión neta directa cubre alrededor de 2/3 del déficit. En el margen, nuestra propia desestacionalización muestra que el déficit aumentó a 4,5% del PIB en el 3T19, desde 3,9% en el 2T19.

**Es probable que el déficit de cuenta corriente se mantenga muy cerca de los niveles actuales (4,5%) para este año y el próximo, lo que haría que el peso colombiano se mantenga vulnerable.** A fines de noviembre, el peso colombiano se debilitó temporalmente, 3.546 por dólar, el nivel histórico nominal más débil, dada la incertidumbre sobre si los movimientos sociales escalarían a los niveles observados en Chile. Esperamos un peso a 3.450 por dólar para fines de 2020 (3.430 pesos en nuestro escenario anterior).

## Alejándose de los fundamentales



Fuente: Bloomberg

Si bien no hubo una reunión de política monetaria en noviembre, los recientes comentarios de prensa de los miembros del directorio se centraron en cómo reaccionar ante la volatilidad del tipo de cambio. El Gerente General Juan José Echavarría señaló que el equipo técnico está evaluando si el impacto de la debilidad del peso es un motivo de

preocupación que podría requerir una respuesta de política. Echavarría añadió que las protestas sociales están generando incertidumbre, aunque no parecen estar causando aumentos de los precios de alimentos. El Gerente del Banco Central añadió que la autoridad monetaria espera que la inflación se desacelere hacia la meta del 3% para fines de 2020, "tal vez incluso por debajo". Esperamos que el directorio mantenga la tasa de política estable, en 4,25%. La combinación de una gradual reducción de la brecha del producto y las expectativas de inflación controladas le permiten al directorio mantener las tasas cerca de los niveles neutrales, listos para responder a cualquier cambio significativo en el escenario económico. A pesar del aumento del déficit de cuenta corriente, el Banco Central ha destacado que su dinámica de financiación es saludable. Mientras tanto, la intervención en el mercado de divisas es una posibilidad si la volatilidad aumenta -el Banco Central cuenta con reservas internacionales cercanas al 17% del PIB.

João Pedro Bumachar  
Carolina Monzón  
Miguel Ricaurte

## Proyecciones: Colombia

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P
<b>Actividad económica</b>								
Crecimiento real del PIB - %	4,6	4,7	3,0	2,1	1,4	2,6	3,3	3,1
PIB nominal - USD mil millones	382	381	294	282	311	331	317	329
Población (millones de habitantes)	47,1	47,7	48,2	48,7	49,3	49,8	50,4	50,9
PIB per cápita - USD	8.100	7.997	6.098	5.791	6.307	6.641	6.294	6.457
Tasa de desempleo - media anual	9,6	9,1	8,9	9,2	9,4	9,7	10,3	10,0
<b>Inflación</b>								
IPC - %	1,9	3,7	6,8	5,8	4,1	3,2	4,0	3,5
<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	3.400	3.430
Balanza comercial - USD mil millones	2,2	-6,2	-15,6	-11,1	-6,1	-7,1	-9,0	-9,2
Cuenta corriente - % PIB	-3,3	-5,2	-6,3	-4,3	-3,3	-3,9	-4,5	-4,3
Inversión extranjera directa - % PIB	4,2	4,2	4,0	4,9	4,5	3,3	4,3	3,8
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	-2,4	-2,2
Deuda pública bruta del gob. central - % del PIB	37,1	40,2	45,0	46,0	47,0	50,6	51,4	52,0

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.