

# Escenario macro - Colombia

Escenario Macro | 13 de febrero de 2019



## Economía global

### Alivio para los mercados emergentes ..... 2

Las señales de una postura de política monetaria más expansiva en los EUA, una nueva ronda de estímulos en China y la probabilidad de un acuerdo comercial, brindan un cierto respaldo a los precios de los activos de los mercados emergentes.

## América Latina

### Postergando las alzas de tasas de interés ..... 6

Con un crecimiento que permanece aún débil y la postura más expansiva de la Fed, es probable que las alzas en las tasas de interés en la región se pospongan.

## Colombia

### Economía todavía débil y desequilibrada ..... 8

Los ajustes en el gasto deben continuar para cumplir con la ambiciosa meta fiscal de este año. Los datos actuales sugieren que la recuperación de la actividad aún no se ha consolidado.

## Revisión de Escenario

### Mundo

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

### Brasil

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	2,0	2,5	2,7	3,0
BRL / USD (dic)	3,80	3,90	3,90	3,90
Tasas de interés (dic) - %	6,50	6,50	6,50	8,00
IPCA (%)	3,6	3,9	3,6	4,0

### Argentina

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	0,0	0,0	3,0	3,0
ARS / USD (dic)	50,00	50,00	60,00	60,00
BADLAR (dic) - %	27,00	27,00	18,00	18,00
Tasa de referencia - %	32,0	32,0	22,0	22,0
IPC - %	30,0	30,0	22,0	22,0

### Colombia

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,3	3,3	3,6	3,6
COP / USD (dic)	3180	3180	3180	3180
Tasas de interés (dic) - %	4,75	4,75	4,75	4,75
IPC - %	3,4	3,4	3,0	3,0

### Paraguay

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

### América Latina y el Caribe

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	2,0	2,0	2,4	2,6

### México

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	1,7	1,7	1,7	1,7
MXN / USD (dic)	20,00	20,00	19,80	19,80
Tasas de interés (dic) - %	8,25	8,50	7,50	8,00
IPC - %	3,8	3,8	3,5	3,5

### Chile

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,2	3,5	4,0	4,0
CLP / USD (dic)	645	645	635	635
Tasas de interés (dic) - %	3,50	3,75	4,50	4,50
IPC - %	3,0	3,0	3,0	3,0

### Perú

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	4,0	4,0	4,0	4,0
PEN / USD (dic)	3,35	3,35	3,31	3,31
Tasas de interés (dic) - %	3,25	3,25	4,25	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

## Alivio para los mercados emergentes

- ▶ Es probable que la Fed permanezca en compás de espera en el 1S19.
- ▶ El estímulo de China estabilizaría la actividad en el 2T19.
- ▶ EUA y China alcanzarían un acuerdo comercial que evitaría más aranceles.
- ▶ La debilidad del crecimiento en la zona euro continúa; redujimos nuestra proyección para el PIB a 1,2%, desde 1,5% en 2019.
- ▶ Las tasas de interés de los mercados emergentes y los tipos de interés en la región se verían ayudados por las respuestas políticas de los EUA y China.
- ▶ El mineral de hierro se cotiza al alza a corto plazo debido a la incertidumbre en la oferta.

### La Fed mantendría las tasas de interés inalteradas en el 1S19

**El FOMC indicó que actuará con prudencia a la hora de determinar los "ajustes futuros" de las tasas de interés de los *Fed funds* y está "preparada para ajustar" su proceso de normalización del balance. Este es un enfoque apropiado para equilibrar los riesgos para la perspectiva económica de los EUA.**

Estos cambios en la orientación de las políticas están dirigidos a respaldar las condiciones financieras y limitar los riesgos bajistas al crecimiento de los EUA. Dado que la tasa de interés de los *Fed funds* se encuentra cerca del nivel neutral, en medio de los riesgos globales y, hasta ahora, una limitada presión inflacionaria, la respuesta del banco central es apropiada.

**Observamos ahora que los riesgos para la perspectiva de crecimiento de 2% del PIB en 2019 están equilibrados.** Si el crecimiento global se estabiliza y los EUA y China alcanzan un acuerdo comercial como esperamos (vea discusión a continuación), es probable que la Fed deba elevar las tasas de interés un poco más. No obstante, la Fed no necesita apresurarse porque los riesgos de inflación permanecen controlados.

**Las expectativas de inflación ancladas limitan las potenciales presiones inflacionarias, incluso en un mercado laboral ajustado.** Las medidas de inflación implícita de los precios de los activos cayeron por debajo de 2%, gracias en parte a la deflación de los precios del petróleo. Mientras que las expectativas de inflación se mantengan en torno a 2%, los costos laborales unitarios permanecerían anclados y el deflactor subyacente PCE próximo a 2%. Una tasa de desempleo en 3,5% o por sobre este nivel a fines de 2019 podría únicamente empujar la inflación subyacente ligeramente por encima de 2%.

### En resumen, mantuvimos nuestra proyección para el PIB de EUA en 2,2% en 2019, desde 2,9% en 2018.

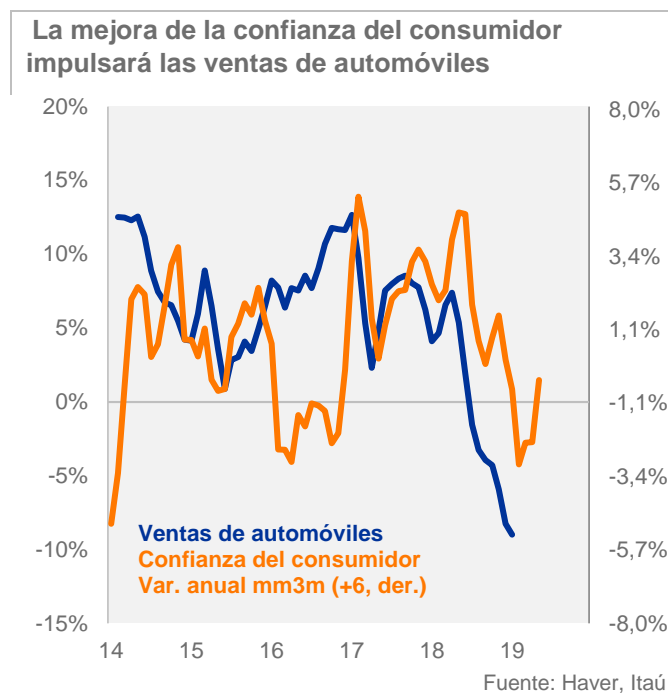
Esperamos una última alza de la Fed en el 2S19, a medida que los riesgos globales se desvanecen, lo que elevará la tasa de los *Fed funds* a 2,75% a fines de 2019. Es probable que el rendimiento de los títulos del Tesoro de los EUA a 10 años se mantenga estable, en 2,75% a fines de 2019 y 2020.

### China – Los estímulos y el acuerdo comercial estabilizarían la actividad en el 2T19

**La actividad siguió desacelerándose en el 1T19.** Los registros del PMI permanecieron por debajo de 50 en enero, lo que indica un debilitamiento de las exportaciones y una mayor desaceleración de la demanda interna. Las recientes medidas de estímulo no impulsaron el sentimiento entre las pequeñas y medianas empresas (Pymes), como reflejó su encuesta.

**Sin embargo, hay planes de estímulos fiscales y monetarios adicionales.** Los formuladores de políticas anunciaron una nueva ronda de estímulos para estabilizar el crecimiento en el intervalo 6,0% - 6,5%. El PBoC anunció otro recorte de 100 puntos básicos en la tasa de encaje y un mayor apoyo a las Pymes con tasas de interés más bajas y vencimientos más a largo plazo. En el frente fiscal, el Politburó elevó las cuotas de emisión de bonos por parte de gobiernos locales a 2,0 billones de renminbis en 2019 (desde 1,35 billones de renminbis) y adelantó las emisiones a enero (en los últimos años habían sido en marzo-abril) para apoyar la inversión en infraestructura. Además, es probable que sean anunciados en breve nuevos recortes de impuestos. Esperamos un recorte del impuesto al valor agregado, equivalente a 0,3% del PIB.

**El acuerdo comercial entre los EUA y China (véase a continuación) también podría ayudar a estabilizar el crecimiento en el 2T19.** Un acuerdo comercial entre los EUA y China reduciría la incertidumbre que rodea las perspectivas para las exportaciones chinas y aumentaría la confianza de los consumidores y las empresas, lo que estimularía la recuperación de la inversión fija y las ventas de automóviles (véase gráfico), que se vieron gravemente afectadas por la guerra tarifaria en 2018.



**Sin embargo, si la guerra comercial se intensifica, la economía se desacelerará, incluso con estímulos adicionales.** En una guerra comercial a gran escala, el crecimiento del PIB de China podría verse reducido en otros 0,9 puntos porcentuales en 2019.

**Esperamos que el crecimiento del PIB se modere desde 6,6% en 2018 a 6,1% y 5,9% en 2019 y 2020, respectivamente.**

### EUA y China alcanzarían un acuerdo comercial, evitando nuevos aranceles

**Las negociaciones entre los EUA y China han logrado avances significativos en materia comercial y estructural, pero son necesarios mecanismos de aplicación para un acuerdo comercial completo.**

China propone adquirir productos estadounidenses adicionales por valor de 1 billón de dólares durante los próximos seis años. Además, el Congreso Popular Nacional de China viene acelerando la aprobación de una nueva ley de inversión extranjera para promover la

inversión extranjera en China a través de un mayor acceso al mercado y la protección de la propiedad intelectual.

**Un acuerdo comercial podría alcanzarse, evitando así nuevas alzas de aranceles.** El Representante Comercial de los EUA, Robert Lighthizer y el viceprimer ministro de China, Liu He, se reunirán a mediados de febrero para resolver los asuntos pendientes, en particular los mecanismos de aplicación. Después, es probable que el Presidente Trump rubrique el acuerdo con el presidente Xi. No parece probable que los EUA retiren las tarifas de 2018 y mantendrán los aumentos adicionales de los aranceles como una opción para hacer cumplir el acuerdo comercial.

### Europa – Continúa la debilidad del crecimiento

**El crecimiento de la zona euro se desaceleró notablemente en 2018.** La economía mantuvo un ritmo de crecimiento débil de 0,2% intertrimestral en el 4T18 y finalizó el año pasado en 1,8%, resultado inferior al 2,5% observado en 2017. Esta desaceleración puede ser explicada por varios factores, entre ellos las menores exportaciones a China, la crisis de Turquía, las condiciones financieras más estrictas de Italia, los precios más altos del petróleo, los cambios en la reglamentación de automóviles en Alemania y las protestas de los chalecos amarillos en Francia, entre otros.

**Esperamos un repunte parcial en el crecimiento de la zona euro a 0,3% por trimestre en 2019.** Este repunte estará limitado por exportaciones más débiles y una mayor incertidumbre en la política económica. Las encuestas de confianza a principios de 2019 continúan indicando riesgos bajistas a nuestra proyección. Por último, el lento final de 2018 también generará un arrastre estadístico menor en 2019.

**Así, redujimos nuestra proyección para el crecimiento del PIB de la zona euro, a 1,2% en 2019 y 2020 (desde 1,5% y 1,4%, respectivamente).**

**Ya no esperamos que el BCE eleve las tasas de interés este año.** En su última reunión, el BCE alteró la balanza de riesgos a la baja y sugirió que podría cambiar la orientación sobre las decisiones futuras de tasas de interés si la perspectiva no mejora. La tendencia continuada de crecimiento débil significaría que las alzas de las tasas de interés serían aplazadas hasta 2020.

Ahora esperamos que el euro termine este año en 1,17 (desde 1,20), y mantenemos nuestra proyección en 1,20 el próximo año.

Los tipos de cambio y las tasas de interés de los mercados emergentes se verían beneficiados por las respuestas de política económica de los EUA y China

La cautela de la Fed, los estímulos en China y el acuerdo comercial entre los EUA y China disminuyen los riesgos cambiarios, lo que reduce el sesgo contractivo de los bancos centrales de los mercados emergentes y devuelve la atención de los inversionistas hacia las carteras de divisas con altas tasas de interés. Las monedas con tasas de interés elevadas tienden a recibir más entradas de capital, lo que lleva a una apreciación del tipo de cambio, especialmente cuando se espera un repunte del crecimiento. Dado el tipo de cambio estable en las economías emergentes, es probable que la inflación se mantenga controlada, por lo que las tasas de interés locales podrían bajar (véase gráfico).

**Con un tipo de cambio estable, la inflación y las tasas de interés en países emergentes deben caer**



Fuente: BBG, Haver, Itaú

**Commodities – Alzas en el mineral de hierro a corto plazo ante la incertidumbre en la oferta**

El índice de Commodities Itaú (ICI) aumentó 8,5% desde principios de 2019. El subíndice agrícola avanzó 3,0% durante el período, impulsado por los aumentos en el azúcar (real brasileño más fuerte), la soya (oferta menor de Brasil a raíz de una sequía en Paraná) y el trigo (prima de riesgo para la oferta). El subíndice de metales saltó 10,5% debido a los precios del mineral de hierro y el cobre. Finalmente, el subíndice de energía vio un incremento de 12%, ya que los precios del petróleo se recuperaron situándose en el rango 50-60 dólares/ barril.

Los precios del mineral de hierro experimentarán una presión a corto plazo debido a la incertidumbre de la oferta. En respuesta al trágico accidente en la ciudad de Brumadinho a fines de enero, Vale anunció que desmantelará diez represas en el estado de Minas Gerais, una medida que reducirá su capacidad de producción anual en 40 millones de toneladas (aproximadamente el 10% de la producción de Vale). El accidente también puede llevar a las autoridades a reforzar los controles ambientales, lo que afectaría a otras áreas de producción. La compañía intentará compensar este impacto aumentando la producción en los yacimientos no afectados, pero los precios del mineral de hierro subieron 15%, a 86 dólares/tonelada, desde el 25 de enero debido a la preocupación con la oferta. Es probable que los precios permanezcan bajo presión a corto plazo, pero mantenemos nuestra proyección para los precios a fines de año en 63 dólares/tonelada, ya que Vale cuenta con capacidad adicional y puede restablecer los niveles de producción.

Los precios del petróleo se mantendrán dentro del intervalo 50-60 dólares/barril. Estimamos que el intervalo de 45-55 dólares/barril para el WTI podría estabilizar la producción de los EUA y ayudar a equilibrar el mercado en 2019. Esperamos que los precios del petróleo Brent y WTI se sitúen en 60 dólares/barril y en 55 dólares/barril, respectivamente.

Esperamos una disminución de 1,3% a fines de 2019, respecto de los actuales niveles de precios. Esperamos que los precios de la energía se mantengan prácticamente estables, mientras que prevemos una recuperación en los precios del cobre y una corrección en los precios del mineral de hierro. Proyectamos alzas adicionales en los precios agrícolas en 2019, ya que algunos commodities (soya, azúcar y maíz) todavía se comercializan por debajo de los costos de producción que enfrentan los productores marginales.

## Proyecciones: Economía global

	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
<b>Economía mundial</b>								
Crecimiento del PIB Mundial - %	3,5	3,6	3,5	3,3	3,7	<b>3,8</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>
EUA - %	1,8	2,5	2,9	1,6	2,2	<b>2,9</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>
Zona del Euro - %	-0,2	1,4	2,0	1,9	2,5	1,8	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>
Japón - %	2,0	0,0	1,4	1,0	1,4	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>
China - %	7,9	7,4	6,9	6,7	6,8	6,6	<b>6,1</b>	<b>5,9</b>
<b>Tasas de interés y monedas</b>								
Fed fondos - %	0,1	0,1	0,2	0,7	1,4	2,4	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>
USD/EUR - final del período	1,37	1,21	1,09	1,05	1,20	1,15	<b>1,17</b>	<b>1,20</b>
YEN/USD - final del período	105,4	119,8	120,4	117,0	112,7	109,7	<b>110,0</b>	<b>110,0</b>
Índice DXY (*)	80,0	90,3	98,7	102,2	92,1	96,2	<b>94,3</b>	<b>92,6</b>
<b>Commodities</b>								
Índice CRB - a/a - %	-5,2	-2,9	-15,1	12,0	1,5	-3,8	<b>3,6</b>	<b>1,5</b>
Índice CRB - var. media anual - %	-3,1	1,1	-14,0	-1,3	6,9	-0,6	<b>-2,0</b>	<b>2,4</b>
Índice de Commodities Itaú (ICI) - a/a - %	-6,1	-27,5	-28,4	27,5	3,5	-2,2	<b>3,8</b>	<b>1,9</b>
Índice de Commodities Itaú (ICI) - media anual - %	-3,7	-10,2	-32,7	-6,4	13,3	10,2	<b>-5,4</b>	<b>2,7</b>
Metales - var. media anual - %	-1,2	-14,9	-29,7	-2,6	25,1	3,1	<b>-5,8</b>	<b>-0,1</b>
Energía - var. media anual - %	0,9	-5,2	-44,7	-14,5	21,4	24,1	<b>-11,5</b>	<b>4,1</b>
Agrícolas - var. media anual - %	-11,5	-13,6	-16,0	-0,4	-1,5	0,7	<b>3,3</b>	<b>3,3</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.



## LatAm

## Postergando las alzas de las tasas de interés

- ▶ Las señales de una postura de política monetaria más acomodaticia por parte de la Fed y una nueva ronda de medidas de estímulo en China están apoyando los precios de los activos en América Latina.
- ▶ La mayoría de las economías en América Latina permanecen débiles, en línea con los datos de actividad de las principales economías del mundo.
- ▶ Dado el lento crecimiento y una postura política más acomodaticia por parte de la Fed, los bancos centrales de la región tienen más margen de maniobra. Si bien no esperamos recortes en las tasas de política monetaria en la región, es probable que las alzas de las tasas sean aplazadas por ahora.

**Las condiciones financieras externas para la región han mejorado.** Las señales de una postura de política monetaria más flexible por parte de la Fed y una nueva ronda de medidas de estímulo en China están apoyando los precios de los activos de los mercados emergentes. El acuerdo esperado entre China y los EUA para evitar nuevas alzas de aranceles también contribuye a una dinámica más favorable de los precios. Todas las monedas de la región registraron avances frente al dólar desde principios de año. En Brasil, las expectativas del mercado de que la nueva administración aprobará medidas para reducir el déficit fiscal contribuyeron a la dinámica. El peso colombiano se vio favorecido por la recuperación de los precios del petróleo y tuvo un desempeño superior al de la mayoría de las monedas de los mercados emergentes, a pesar de que la economía permanece débil y desequilibrada (el gobierno enfrenta obstáculos en el Congreso para reducir el amplio déficit fiscal, y el déficit de cuenta corriente continúa más amplio que el de sus pares). El peso argentino sigue apreciándose en términos reales y se cotiza a un nivel más fuerte que el límite inferior de la zona de no intervención del banco central, lo que lleva a la autoridad monetaria a comprar dólares. Debido a que las compras no se esterilizan (según el acuerdo con el FMI), la intervención ayudó a reducir las tasas de interés (la tasa Leliq a siete días se situó en 50% el 5 de febrero, desde una cota máxima de 73,5% en octubre). El mejor comportamiento de la moneda y de las tasas de interés viene acompañado de una reducción sustancial en el diferencial CDS. Sin embargo, dado que las encuestas de intención de voto muestran la competitividad de la expresidenta Cristina Kirchner de cara a las elecciones presidenciales de octubre, la volatilidad podría volver pronto a los mercados. Por otro lado, la apreciación del peso mexicano fue más modesta debido a la incertidumbre sobre la dirección de la política nacional (las recientemente anunciadas medidas

para apoyar a Pemex decepcionaron y llevaron a la agencia de calificación Fitch a rebajar la calificación de la estatal en dos escalones).

**La actividad permanece débil en casi toda la región.** En Brasil, los datos sobre el mercado laboral y la utilización de la capacidad indican que la brecha de producto se habría ampliado en el 4T18, y redujimos nuestras proyecciones de crecimiento para este año y el próximo. En Chile, la economía tuvo un buen desempeño durante la mayor parte de 2018, pero la actividad perdió impulso a fines de año, lo que nos llevó a recortar nuestra previsión de crecimiento para este año, considerando también el débil crecimiento mundial. Mientras tanto, las exportaciones y la producción manufacturera de México se debilitaron, posiblemente reflejando ya la pérdida de impulso en la industria de los EUA. Pero los datos llegados del mercado laboral y los referentes al consumo también fueron menos favorables, y la inversión aún se ve afectada por la incertidumbre sobre la aprobación del acuerdo USMCA y las políticas económicas del nuevo gobierno. Como resultado, el PIB de México en el 4T18 se debilitó sustancialmente, de acuerdo con la estimación rápida elaborada por el instituto oficial de estadísticas. La recuperación económica de Colombia también está en un terreno movedizo, y la brecha de producto podría estar ampliándose aún más. En Argentina, la recesión sigue siendo profunda, reflejando en nuestra opinión, no solo los salarios reales más bajos y los ajustes de las políticas macroeconómicas, sino también la incertidumbre sobre la continuidad de las políticas luego de las elecciones presidenciales de este año. Por último, en Perú, los datos recientes fueron más sólidos de lo esperado y la economía se está recuperando. Por supuesto, dada la apertura de la economía peruana, es poco probable que persista el desacoplamiento del resto del mundo.

**Dado el débil crecimiento y una postura política más acomodaticia por parte de la Fed, los bancos centrales de la región ganaron margen de maniobra.**

En Brasil, las perspectivas para la inflación son favorables y ya no esperamos alzas en las tasas de interés el próximo año. Sin embargo, hasta que no haya señales claras de que una reforma integral del sistema de pensiones vaya a ser aprobada, no vemos espacio para recortes en las tasas de interés. El banco central de Chile recientemente implementó la segunda alza del ciclo, pero el comunicado que anunció la decisión sugiere que los acontecimientos globales podrían llevar al banco a ser incluso más cauteloso a la hora de eliminar el estímulo. Así que ahora esperamos que el banco central eleve la tasa de política monetaria dos veces más este año (ambos aumentos de 25 puntos básicos, mientras que anteriormente proyectábamos tres alzas adicionales en las de tasas de interés), y no esperamos movimientos en las tasas de interés en el primer semestre del año. En Colombia y Perú, seguimos esperando dos alzas de 25 puntos básicos en 2019, pero ahora tampoco esperamos que ninguno de los bancos centrales actúe durante la primera mitad del año. Finalmente, en México, el banco central mantuvo la tasa de política monetaria sin cambios en febrero, como se esperaba, después de dos alzas de 25 puntos básicos. Si bien la desaceleración de la economía y la postura más acomodaticia de la Fed le otorgan al banco central el espacio para mantenerse a la espera (también teniendo en cuenta los elevados niveles de las tasas de interés reales actuales), no podemos descartar un ajuste adicional, dado el aún turbulento flujo de noticias y la inflación todavía alta. Si la estabilización del mercado es duradera, un ajuste adicional parece poco probable, pero incluso en ese caso creemos que un ciclo de flexibilización monetaria aún está lejos.

## Colombia

# Una economía todavía débil y desequilibrada

- ▶ El gobierno presentó su plan fiscal para el año, pero aún no está claro cómo se logrará la ambiciosa meta. Dado que la ley de financiamiento no cumple con los requisitos para satisfacer la regla fiscal, será necesario realizar ajustes en el gasto, mientras que las autoridades sugirieron una revisión de la meta de déficit fiscal luego del impacto de la migración venezolana.
- ▶ La actividad minorista y manufacturera permaneció sólida en noviembre, pero el indicador coincidente de actividad elaborado por DANE no muestra una mejora, lo que sugiere que el repunte de la actividad aún no se ha consolidado.
- ▶ La inflación permanece controlada y las expectativas de inflación están ancladas, mientras que el contexto externo sigue siendo riesgoso. Ante esta situación, es poco probable que el banco central eleve las tasas de interés a corto plazo. Si bien seguimos esperando dos alzas en las tasas de interés de 25 puntos básicos este año, no vemos ningún aumento durante el primer semestre de 2019.

### Se acumulan los desafíos fiscales

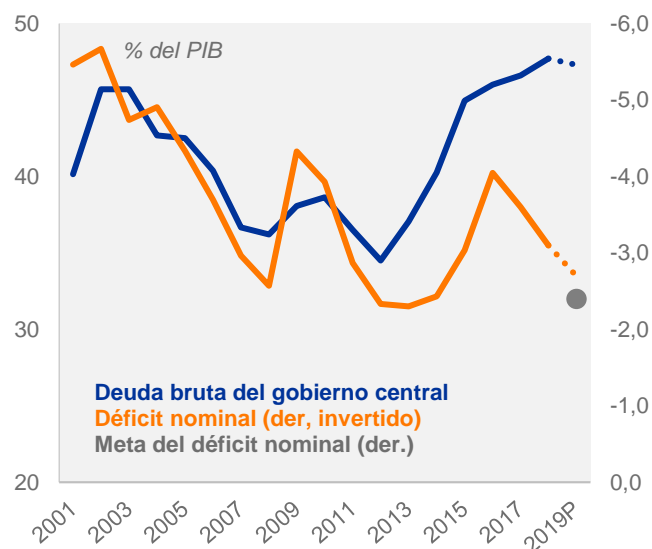
**En su plan fiscal, el gobierno reafirmó su compromiso con la reducción del déficit fiscal en 0,7 puntos porcentuales, a 2,4% del PIB este año, prometiendo recortes en los gastos, pero sin divulgar detalles específicos.** Para alcanzar la meta de 2019 sería necesario el mayor ajuste requerido por la regla fiscal desde su implementación en 2012.

**Los cambios en la regla fiscal serían una posibilidad.** Al observar el desafío de este año, es importante recordar que la administración de Iván Duque convenció al Congreso de añadir un 1,4% del PIB al presupuesto para este año y el aumento sería financiado con cambios en el sistema tributario. Al final, la reforma decepcionó por ser insuficiente y se espera que la recaudación alcance únicamente la mitad de la cifra inicialmente prevista (0,7% del PIB). Aunque esperamos que sean aprobados algunos recortes de gastos, será difícil alcanzar el necesario 0,7% del PIB, ya que el precio político sería demasiado perjudicial (considerando que se celebrarán elecciones regionales en octubre de este año). El gobierno ya solicitó al Comité de la Regla Fiscal que considere los costos de la crisis venezolana (estimados por las autoridades en 0,5% del PIB) en sus deliberaciones sobre los parámetros y metas de la regla fiscal, que serán divulgados en mayo

**Además, se está considerando la venta de una participación del 8,5% de Ecopetrol (la participación del gobierno es de 88,5%).** La venta podría generar un 1% del PIB en ingresos. Sin embargo, una ley exige que

el gobierno invierta el 10% de dicha cantidad en proyectos en las áreas en las que Ecopetrol tiene cierto grado de influencia. Además, la venta no mejoraría el saldo fiscal recurrente. De hecho, la trayectoria de la consolidación fiscal se volvió aún más desafiante dados los recortes aprobados en las tasas de los impuestos corporativos que entrarán en vigor el próximo año. El plan de la administración para compensar estas pérdidas es mejorar el sistema de recaudación de impuestos.

Meta ambiciosa al frente



Fuente: Ministerio de Hacienda

**Las agencias de calificación estarán muy atentas a cómo se desarrolla la gestión fiscal.** Fitch señaló que el nivel de deuda pública bruta de Colombia (alrededor



de 41% del PIB) se aproxima a la media de sus pares con calificación 'BBB', pero destacó el aumento de 10% desde que Colombia obtuvo la última mejora en su clasificación crediticia (en 2013). Por otro lado, la agencia aplaudió el largo historial de políticas macroeconómicas prudentes y consistentes del gobierno como factor significativo para la calificación. A fines del año pasado, S&P mantuvo su calificación "BBB-" con perspectiva estable (una rebaja en la calificación llevaría a la pérdida del grado de inversión) y declaró que Colombia podría no cumplir la meta de déficit de 2,4% del PIB este año, pero esto no necesariamente implicaría una rebaja en la calificación.

## La actividad deja señales mixtas

**Si bien la actividad minorista y manufacturera permanecen fuertes, el indicador de seguimiento a la economía (ISE) continúa débil.** La feria bianual del automóvil hizo que las ventas de automóviles fueran el motor del desempeño minorista en el mes de noviembre. Aun así, el desempeño fue robusto incluso si excluimos estas ventas. Si no consideramos las ventas de vehículos (+43,4% anual), las ventas minoristas crecieron 6,0% (5,4% en octubre). En el trimestre que concluyó en noviembre, las ventas minoristas avanzaron 7,8%, desde 4,8% en el 3T18, registrando la tasa más alta desde principios de 2015. Si excluimos combustibles y vehículos, las ventas minoristas aumentaron 6,3% en el trimestre (4,8% en el 3T18). En el margen, las ventas minoristas (excluyendo combustibles y vehículos) se aceleraron a 5,4% intertrimestral y ajustado por estacionalidad, desde 2,8% en el 3T18.

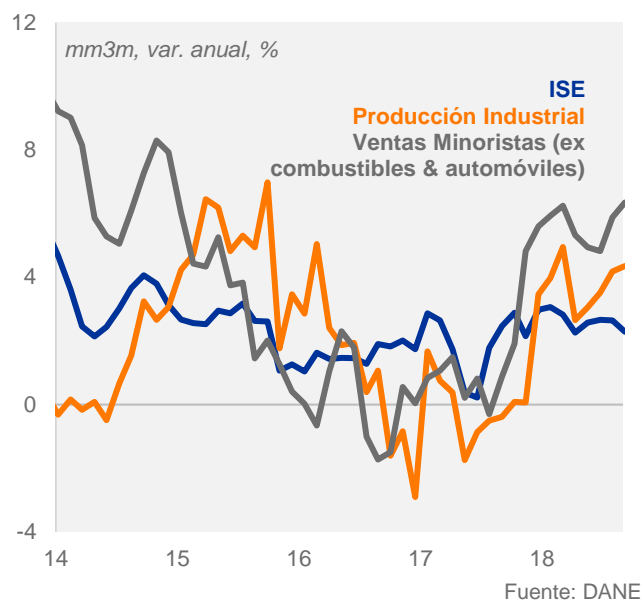
**La recuperación parcial de la confianza del consumidor es un acontecimiento positivo.** A pesar de que los consumidores permanecen pesimistas, -8,3% (0 = neutral) en diciembre, según Fedesarrollo, se produjo una mejora en relación a noviembre, cuando el índice alcanzó -19,6% (el nivel más bajo desde marzo de 2017). Esta mejora estaría explicada por una reforma tributaria que no fue tan dura para los consumidores como se pensaba inicialmente (luego de la exclusión de un aumento del IVA en los alimentos básicos). La reciente apreciación del peso colombiano también podría ayudar a la recuperación de la confianza del consumidor a futuro.

**Mientras tanto, la producción de petróleo está impulsando la actividad manufacturera.** La actividad de refinación de petróleo creció 11,6% interanual en noviembre (ayudado por una base de comparación baja;

2,6% anteriormente), contribuyendo en 2,1 puntos porcentuales al incremento de 4,7% de la manufactura. En el trimestre que finalizó en noviembre, la producción industrial aumentó 4,4%, desde 3,5% en el 3T18. Si excluimos la refinación de petróleo, la actividad manufacturera creció 2,5% en el trimestre, prácticamente estable con relación al 3T18. En el margen, la producción industrial avanzó 1,7% intertrimestral y luego del ajuste estacional, desacelerándose desde 3,4% en el 3T18.

**Sin embargo, el índice coincidente de actividad registró un aumento de 2,2% anual en noviembre, resultado similar a octubre, y 2,3% anual en el trimestre que finalizó en noviembre (2,7% en el 3T18 y 2,8% en el 2T18).** En el margen, la actividad se contrajo 2,3% intertrimestral y ajustada estacionalmente (+1,0% en el 3T18 y + 0,8% en el 2T18) ya que el debate sobre la ley de financiamiento y la caída de los precios del petróleo habría afectado el sentimiento privado.

### Índice coincidente de actividad permanece débil



**Esperamos una aceleración de la actividad económica este año, ayudada por una política monetaria ligeramente expansiva.** Nuestra proyección de crecimiento es de 3,3% en 2019, desde 2,6% esperado para el año pasado. Sin embargo, la desaceleración del crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia y los precios más bajos del petróleo significan que los riesgos para nuestra proyección de crecimiento están inclinados a la baja.

## El bajo precio del petróleo representa un riesgo para las cuentas externas

**El crecimiento de las importaciones permanece sólido, lo que deriva en otro elevado déficit comercial en noviembre.** Mientras tanto, las cifras de exportación aún no reflejan completamente la reciente moderación del precio del petróleo, otra indicación de que las perspectivas para las cuentas externas no son favorables. Como resultado, el déficit comercial en noviembre alcanzó 920 millones de dólares, desde 700 millones de dólares registrados un año antes. El déficit comercial acumulado en 12 meses se ubicó en 6 mil millones de dólares, en línea con el resultado de 2017, pero registrando una cierta ampliación comparado a los 5 mil millones de dólares en junio de 2018. En el margen, el déficit comercial anualizado (utilizando nuestro ajuste estacional) aumentó desde 5,3 mil millones de dólares en el 3T18 a 7,3 mil millones de dólares en el trimestre que se cerró en noviembre.

**Crecimiento transversal de las importaciones.** Las importaciones totales (FOB) aumentaron 12,3% anual en noviembre (31,1% anteriormente), impulsadas por las importaciones de bienes de consumo durables, lo que dio lugar a un crecimiento de 17,7% en el trimestre móvil (11,4% en el 3T18). En el margen, estimamos que las importaciones crecieron 8,1% intertrimestral y ajustado por estacionalidad, lo cual constituye una aceleración considerable desde -16,9% en el 3T18, impulsado por todas las categorías.

**Mientras tanto, las exportaciones de petróleo siguieron impulsando el desempeño en general, pero en gran parte debido a una recuperación en el volumen que compensó la desaceleración en el aumento de los precios.** Las exportaciones totales crecieron 7,9% anual, desde 15,2% en octubre. Las exportaciones de petróleo aumentaron 34,5% (25,0% en octubre) impulsadas por los mayores volúmenes (+20% interanual, comparado a una contracción promedio de 5% en los primeros nueve meses de 2018). En el trimestre móvil, el crecimiento de las exportaciones se desaceleró a 9,1% (12% en el 3T18). En el margen, las exportaciones aumentaron 4,7% intertrimestral y ajustado por estacionalidad, desde 2,6% en el 3T18.

**Los bajos precios del petróleo y la desaceleración de la economía mundial obstaculizaron las perspectivas de una corrección de la cuenta externa.** Ahora esperamos el déficit de cuenta corriente de 2018 y 2019 en 3,6% y 3,5% del PIB, respectivamente (3,3% anteriormente en ambos años), subiendo desde 3,3% en 2017.

**La mejora en los precios del petróleo en el margen y una postura más flexible de la política monetaria por parte de la Fed llevaron a la apreciación del peso colombiano.** Esperamos el tipo de cambio en 3.180 pesos por dólar a fines de año (fin de 2018: 3.254). Cabe resaltar que los preocupantes niveles de los déficits gemelos de Colombia dejan al peso vulnerable a los cambios en las condiciones financieras externas.

## Inflación baja al principio del año

**El índice de inflación ahora utiliza una nueva canasta de consumo (año base 2018; 2008 anteriormente).** El número de categorías aumentó a 12 (desde 9), y la cobertura ahora incluye 38 ciudades (32 anteriormente). Las tres principales ciudades de Colombia representan ahora 64,6% del IPC total (desde 68,0% anteriormente) ya que Bogotá disminuyó su peso (a 40,5%, desde 42,5%). La nueva canasta otorga una menor relevancia a los alimentos (15%, desde 28% anteriormente) y el transporte (12,9%, desde 15,2%), mientras que el peso del rubro vivienda aumentó a 33%, desde 30% (véase tabla para una comparación completa).

**En enero, la inflación permaneció contenida y cerca de la meta de 3% del banco central.** El aumento mensual de 0,60% fue inferior a nuestra proyección de 0,71% y la del consenso del mercado (Bloomberg) de 0,70%. Como resultado, la inflación anual quedó en 3,15%, desde 3,18% en diciembre y representa la lectura más baja desde abril del año pasado. La inflación no vinculada a los alimentos fue de 0,46% mensual en enero, desde 0,39% hace un año. Las medidas subyacentes adicionales, así como el desglose transable/no transable, no fueron facilitadas por el instituto de estadísticas luego de la publicación de los datos de enero.

**Esperamos que la inflación aumente a 3,4% a fines de año (desde 3,2% a fines de 2018).** La normalización de los precios de los alimentos y la recuperación gradual de la actividad, que eventualmente conducirá a una reducción de la brecha de producto, impulsaría la inflación durante el año. Por otro lado, las expectativas de inflación controladas, un mercado laboral débil y una dinámica lenta de la vivienda deberían contener la aceleración.

## Sin sorpresas: Las tasas de interés permanecen estables

Como era esperado, en la primera reunión de política monetaria del año, el Banco de la República de Colombia mantuvo la tasa de política monetaria (TPM) en 4,25%. La decisión contó con el respaldo de los siete miembros de la Junta Directiva, marcando la séptima decisión unánime consecutiva. El comunicado de prensa que anunció la decisión mantuvo una postura neutral, ya que continúa reflejando una Junta Directiva que evalúa cómo los riesgos actuales (un entorno externo incierto y una recuperación interna no consolidada) podrían afectar su escenario de referencia.

La Junta considera que la inflación está controlada, mientras se espera que la brecha de producto permanezca negativa este año. El comunicado de prensa reiteró la proyección de crecimiento de 2,6% en 2018 del personal técnico (en línea con Itaú; 1,8% en 2017) impulsado por la aceleración del consumo y de la inversión. Mientras tanto, la junta divulgó su proyección de crecimiento para 2019 en 3,5%, la cual considera una moderación en el crecimiento económico global, una menor trayectoria de la cotización del petróleo y los efectos de la ley de financiamiento.

Como la brecha de producto permanece negativa este año y las expectativas de inflación están ancladas, esperamos que el comité mantenga el estímulo monetario por más tiempo, hasta que la brecha de producto se reduzca claramente. Es probable que la TPM cierre el año en 4,75%, pero la primera alza solo vendría en el 2S19.

La Junta sigue viendo la necesidad de acumular reservas. El Banco de la República continuó subastando opciones de venta en febrero (límite de 400 millones de dólares, bajo las mismas reglas vigentes desde septiembre). Además, el Banco de la República compró 1 mil millones de dólares del Tesoro (en una operación esterilizada). La acumulación de reservas sigue el probable vencimiento de la línea de crédito con el FMI en 2021.

## Aprobación presidencial sube tras atentado del ELN

El Ejército de Liberación Nacional (ELN) detonó un carro bomba el 21 de enero en una escuela de policía en la capital colombiana, Bogotá, matando a 21 personas, lo que llevó al gobierno a cancelar las negociaciones de paz. El atentado reaviva los temores de que el pasado violento del país pueda regresar, luego del acuerdo de paz con las Fuerzas Armadas Revolucionarias de Colombia (FARC) en 2016. El ELN, compuesto por unos 2.000 guerrilleros, había estado en negociaciones con el gobierno desde febrero de 2017.

El índice de aprobación del presidente Duque mostró una cierta recuperación en enero (11 puntos porcentuales, a 35%, según Yanhaas), luego de adoptar una postura firme contra los responsables del atentado. Sin embargo, los niveles de aprobación permanecen bajos, lo que significa que existe poco capital político para avanzar con las reformas. En la misma línea, la ministra de trabajo anunció que la reforma de las pensiones no será presentada este año. La reforma es esperada por las agencias de calificación, ya que el gasto social actual es considerado insostenible. Dados los niveles de aprobación de la administración y la falta de mayorías en el Congreso, cualquier propuesta impopular enfrentaría oposición incluso dentro de la propia coalición gobernante, principalmente si la mayoría de los beneficios se producen más a largo plazo. Por lo tanto, es probable que el gobierno se centre en medidas menos controvertidas dirigidas a aumentar el porcentaje de trabajadores que pagan contribuciones para su jubilación.

João Pedro Bumachar  
Carolina Monzón  
Miguel Ricaurte

## Proyecciones: Colombia

	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
<b>Actividad económica</b>								
Crecimiento real del PIB - %	4,6	4,7	3,0	2,0	1,8	2,6	3,3	3,6
PIB nominal - USD mil millones	382	381	294	282	315	345	362	354
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	6.382	6.914	7.196	6.953
Tasa de desempleo - media anual	9,6	9,1	8,9	9,2	9,4	9,7	9,2	9,0
<b>Inflación</b>								
IPC - %	1,9	3,7	6,8	5,8	4,1	3,2	3,4	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	4,75	4,75
<b>Balanza de pagos</b>								
COP/USD - final del período	1.930	2.377	3.175	3002	2.932	3.254	3.180	3.180
Balanza comercial - USD mil millones	2,2	-6,2	-15,6	-11,1	-6,1	-7,3	-6,8	-4,0
Cuenta corriente - % PIB	-3,3	-5,2	-6,3	-4,3	-3,3	-3,6	-3,5	-3,2
Inversión extranjera directa - % PIB	4,2	4,2	4,0	4,9	4,4	3,5	3,7	4,2
Reservas internacionales - USD mil millones	43,6	47,3	46,7	46,7	47,6	48,4	49,9	51,3
<b>Finanzas públicas</b>								
Resultado nominal del gob. central - % del PIB	-2,3	-2,4	-3,0	-4,0	-3,6	-3,1	-2,7	-2,2
Deuda pública bruta del gob. central - % del PIB	37,1	40,2	45,0	46,0	46,6	47,1	46,7	46,0

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

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.