

Escenario macro - Colombia



Escenario Macro | 20 de marzo de 2019

Economía global

El crecimiento global se estabilizaría 2

Con un probable acuerdo comercial entre los EUA y China y una estabilización del crecimiento mundial, las entradas de flujos financieros en los mercados emergentes continuarían en 2019.

América Latina

Actividad débil 6

Las perspectivas de inflación siguen controladas para la mayoría de los países de la región, pero los datos de actividad en las economías centrales decepcionaron.

Colombia

Las cuentas externas vuelven a ser el centro de atención..... 8

El déficit de cuenta corriente interrumpió su proceso de corrección en 2018, afectado por los precios del petróleo más bajos. Esperamos un deterioro del déficit este año, dejando al país vulnerable a las condiciones financieras externas.

Revisión de Escenario

Mundo

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

Brasil

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

Argentina

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	-1,2	0,0	3,0	3,0
ARS / USD (dic)	50,00	50,00	60,00	60,00
BADLAR (dic) - %	31,00	27,00	22,00	18,00
Tasa de referencia - %	37,0	32,0	27,0	22,0
IPC - %	35,0	30,0	27,0	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) - %	4,50	4,75	4,50	4,75
IPC - %	3,0	3,4	3,0	3,0

Paraguay

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

América Latina y el Caribe

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	1,4	1,5	2,3	2,3

México

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	1,4	1,7	1,7	1,7
MXN / USD (dic)	20,00	20,00	19,80	19,80
Tasas de interés (dic) - %	7,75	8,25	6,75	7,50
IPC - %	3,6	3,8	3,4	3,5

Chile

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,2	3,2	4,0	4,0
CLP / USD (dic)	645	645	635	635
Tasas de interés (dic) - %	3,25	3,50	4,00	4,50
IPC - %	2,6	3,0	2,9	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

El crecimiento global se estabilizaría

- ▶ Es probable que EE.UU. y China alcancen un acuerdo comercial que pueda revertir parte de los aumentos arancelarios del año pasado.
- ▶ El PIB de EE.UU. se desaceleraría a 2,1% en 2019.
- ▶ La actividad en China se estabilizaría en el 2T19 con un acuerdo comercial y un estímulo interno.
- ▶ El crecimiento de la zona euro en torno al potencial pone en duda la normalización del BCE.
- ▶ Mercados emergentes: las entradas de flujos financieros continuarían con la estabilización del crecimiento global.
- ▶ Precios más altos del mineral de hierro.

EE.UU. y China probablemente alcancen un acuerdo comercial que pueda revertir parte de los aumentos arancelarios del año pasado.

El presidente Trump aplazó el aumento de los aranceles de importación (a 25%, desde 10%) previsto para el 2 de marzo hasta nuevo aviso, dado el progreso significativo en las negociaciones comerciales entre EE.UU. y China. Además, el Representante Comercial de EE.UU., Robert Lighthizer, declaró ante el Congreso que está negociando un documento de 100 páginas, que detalla los plazos para el aumento de las importaciones de bienes de EE.UU. y todas las demás reformas estructurales, incluidos los mecanismos de ejecución de cada acción acordada.

Esperamos un acuerdo comercial en el cual EE.UU. eliminará el arancel del 10% sobre 200 mil millones de dólares en importaciones de China. China también eliminaría sus aranceles sobre el acero, aluminio, automóviles, aviones y productos agrícolas de EE.UU. EE.UU. mantendría el arancel de 25% sobre 50 mil millones de dólares en importaciones de tecnología de China. Alternativamente, EE.UU. podrían mantener todos los aranceles en vigor, pero se comprometerían a eliminarlos después de un período de cumplimiento del acuerdo comercial por parte de China. Le otorgamos una baja probabilidad al escenario en el que no se alcanza un acuerdo, un contexto que conduciría a mayores aumentos arancelarios en 2019.

Es probable que los presidentes Trump y Xi convoquen una cumbre para fines de marzo (o principios de abril) en Mar-a-Lago para dirimir las diferencias finales y rubricar el acuerdo. Las diferencias entre EE.UU. y China sobre el mecanismo de

ejecución aún deben ser limadas, por lo que el Presidente Xi podría confiar en cerrar el acuerdo con su homólogo Trump sin correr el riesgo de hacer concesiones injustificadas de último minuto.

El PIB de EE.UU. se desaceleraría a 2,1% en 2019

La desaceleración de la actividad de EE.UU. en el inicio del año justificó aún más la cautela de la Reserva Federal para determinar "ajustes adicionales" en la tasa de interés de los *Fed funds*. El crecimiento de EE.UU. se desaceleró a 2,6% intertrimestral y ajustado por estacionalidad en el 4T18, desde 3,6% en el 3T18 y 4,2% en el 2T18. En el 1T19, la estimativa preliminar para el PIB se sitúa en 0,5% intertrimestral y ajustado por estacionalidad, por debajo del potencial, debido al consumo lento (1,5%) y a la inversión fija no residencial (0,8%).

El PIB repuntaría a 3% en el 2T19. El crecimiento se vería impulsado por la reversión de los efectos negativos observados en el 1T19: i) cierre del gobierno (-0,3 puntos porcentuales), ii) volumen de nevadas mayor al habitual, y iii) los residuos estadísticos negativos del PIB.

Las condiciones financieras sugieren que el crecimiento del PIB podría estabilizarse cerca de 2% en el 2S19. Redujimos nuestra proyección para el PIB de los EUA en 2019 a 2,1% (desde 2,2%) debido a efectos de base menores.

El riesgo en torno al mandato de inflación y pleno empleo de la Fed parece equilibrado en estos momentos. El deflactor subyacente PCE se sitúa en torno a 2%, y si el crecimiento del PIB se desacelera a 2%, las

tasas de desempleo podrían estabilizarse en un nivel bajo pero no demasiado inflacionario. Por lo tanto, en la reunión del 20 de marzo, es probable que el FOMC no señale más alzas adicionales en 2019. También esperamos un anuncio de que la reducción del balance finalizará antes de fines de 2019.

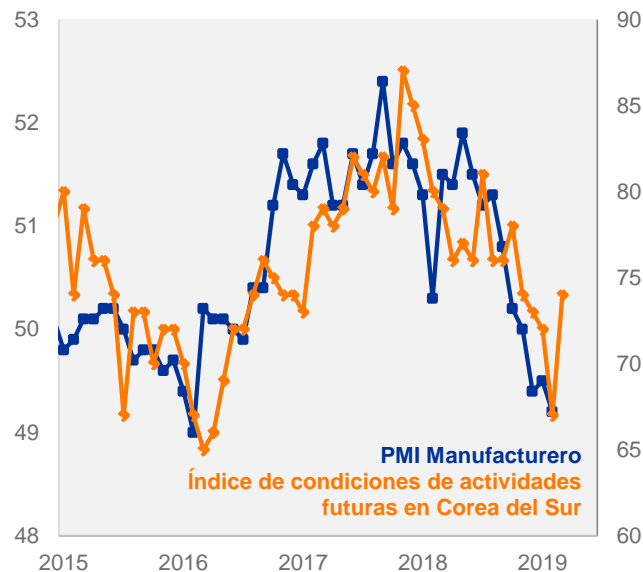
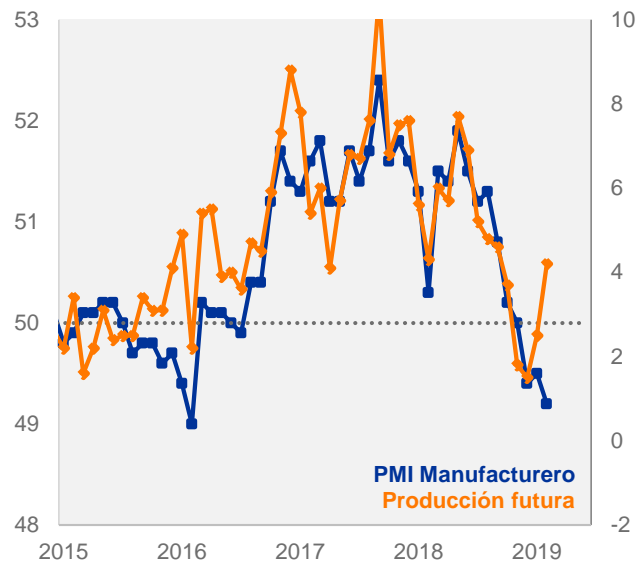
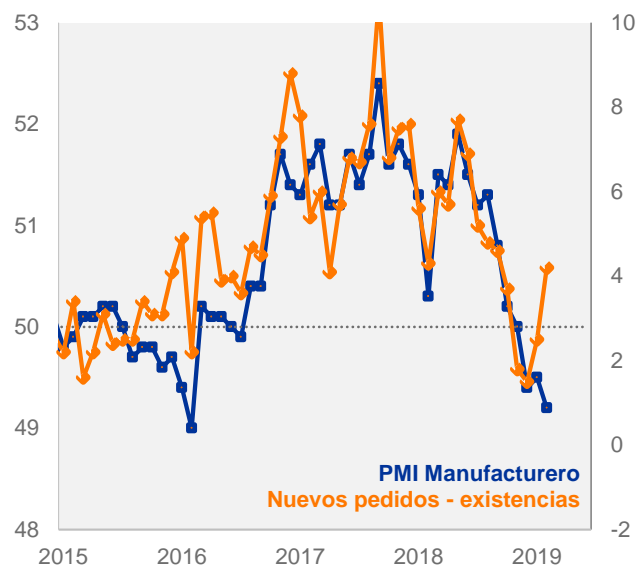
Aún esperamos una última alza de la tasa de interés de los Fed funds, a 2,50% -2,75% en 2019, cuando las condiciones financieras y globales mejoren a medida que el acuerdo comercial entre los EUA y China permita la estabilización del crecimiento en China. Mantuvimos inalterada nuestra proyección para la tasa de interés del título del Tesoro de los EUA a 10 años en 2,75% a fines de 2019 y 2020.

La actividad en China se estabilizaría en el 2T19 con el acuerdo comercial y un estímulo interno.

Los formuladores de políticas buscan estabilizar la actividad con estímulos modestos, centrados en los recortes de impuestos y en la mejora de las condiciones de crédito para las Pymes. En el Congreso Popular Nacional, los formuladores de políticas reforzaron la perspectiva de estabilización del crecimiento, basada principalmente en el apoyo fiscal: i) meta del PIB de 6,0% a 6,5%, comparado a alrededor de 6,5% el año pasado; ii) recortes del IVA de hasta 3 puntos porcentuales y la cuota para la emisión de bonos por parte de gobiernos locales para impulsar la inversión que aumenta a 2,15 billones de renminbis (desde 1,35 billones de renminbis en 2018); iii) crecimiento constante del crédito, consistente con el PIB nominal (es decir, sin un gran apalancamiento); y iv) la protección de la propiedad intelectual y la neutralidad competitiva entre empresas públicas y privadas (lo que es positivo para el acuerdo comercial entre EE.UU y China). En el ámbito monetario, el PBoC reforzó su postura de flexibilización favorable al crecimiento. El banco central declaró que existe más espacio para los recortes de la tasa de encaje, y planea reducir las primas de riesgo para las empresas privadas y para las Pymes.

Además, el acuerdo comercial entre EE.UU y China reduce el riesgo de otro duro golpe para las exportaciones y podría mejorar la confianza interna. Un acuerdo comercial entre EE.UU y China reduciría la incertidumbre sobre las perspectivas para las exportaciones chinas. Además, la confianza de empresas y consumidores, que se vio afectada por la guerra arancelaria en 2018, se recuperaría y ayudaría a impulsar la inversión fija y las ventas de automóviles.

Indicadores líderes apuntan al PMI por encima de 50 en marzo



Fuente: Haver, Itaú

Empiezan a aparecer algunos brotes verdes en la actividad. Mientras que el PMI oficial manufacturero disminuyó 0,3 puntos porcentuales en febrero, a 49,2, algunos indicadores líderes (Nuevos Pedidos; Producción y Actividades Comerciales Previstas; Condiciones comerciales futuras de Corea del Sur– ver gráficos) indican que el PMI pasará por sobre 50 en marzo. Además, el crecimiento crediticio de enero a febrero en 10,2% interanual (diciembre de 2018: 9,8%) marcó el repunte más robusto en 18 meses.

El principal riesgo sigue siendo una guerra comercial generalizada. Si la guerra comercial se intensifica, la economía se desacelerará, incluso con mayores estímulos. En una guerra comercial a gran escala, el crecimiento del PIB de China podría reducirse en otros 0,9 puntos porcentuales en 2019.

Revisamos nuestra proyección del PIB a 6,2% (antes: 6,1%) y 6,0% (antes: 5,9%) en 2019 y 2020, respectivamente. Esto representa una desaceleración gradual desde el 6,6% observado en 2018.

El crecimiento de la zona euro en torno al potencial pone en duda la normalización del BCE.

Esperamos que el crecimiento de la zona euro sea solo ligeramente superior al potencial en 2019. Luego de crecer 1,8% en 2018, esperamos que la economía de la zona euro se desacelere a 1,2% este año, ligeramente por sobre las estimaciones de su crecimiento potencial situadas en torno a 1,0%. Los datos preliminares de enero muestran una cierta recuperación en la producción industrial, pero el crecimiento aún se ve limitado por la débil demanda externa y la elevada incertidumbre de la política económica, y por lo tanto, las encuestas de confianza hasta febrero continúan reflejando riesgos bajistas a nuestra proyección. Esta trayectoria de menor crecimiento indica que la inflación subyacente, que permanece baja, tardará más tiempo en converger hacia la meta.

El menor crecimiento y el retraso de la convergencia de la inflación ponen en duda la normalización del BCE. En su última reunión, el BCE ajustó su orientación en relación a las tasas de interés, señalando el aplazamiento de las alzas de las tasas de interés, y anunció una nueva ronda de operaciones de financiación a largo plazo (TLTRO), una respuesta a la importante revisión a la baja en sus proyecciones de crecimiento e inflación. Seguimos esperando que el

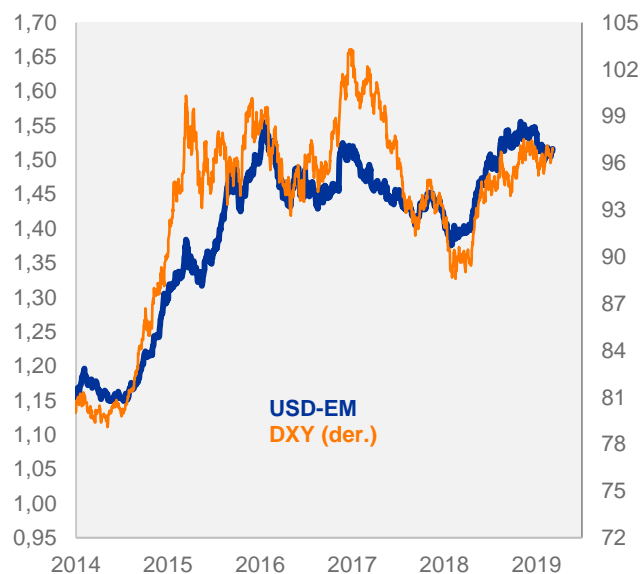
BCE eleve las tasas de interés a mediados de 2020, pero el crecimiento que no acaba de repuntar y se mantiene cercano al potencial pone en duda la normalización del BCE.

Mantenemos nuestra proyección para el euro en 1,17 y 1,20 a fines de 2019 y 2020 respectivamente

Mercados emergentes: las entradas de flujos financieros continuarían, a medida que el crecimiento global se estabiliza.

El índice de cambio de los mercados emergentes, EMFX se vio beneficiado por la postura cautelosa de la Fed. Desde la señalización de un enfoque más gradual para las alzas de las tasas de los Fed funds, el EMFX observó una apreciación de 1,5% con relación al dólar (véase gráfico).

Las monedas de países emergentes se beneficiaron de la cautela de la Fed



Fuente: Bloomberg, Itaú

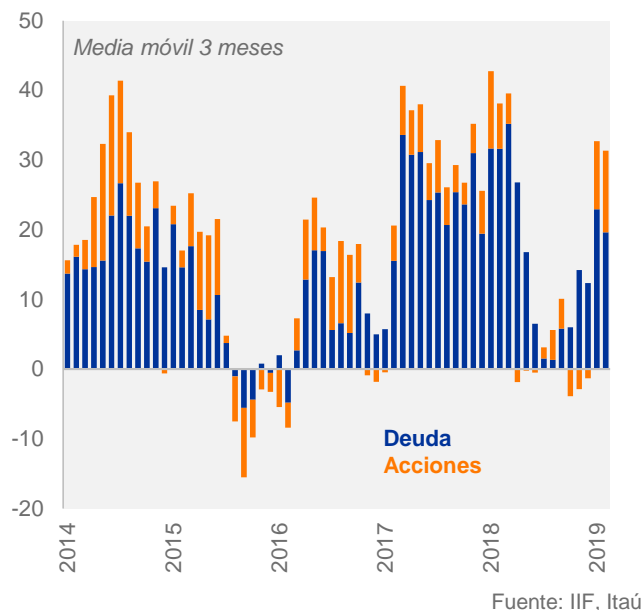
Como consecuencia, los bancos centrales de los mercados emergentes sintieron una menor presión para elevar las tasas de interés y algunos podrían entrar en un ciclo de flexibilización este año. Los bancos centrales de las economías emergentes tienden a mantener las tasas de interés estables o bajas, mientras que las tasas de EE.UU permanecen a la espera (véase gráfico). India ya recortó la tasa de interés este año y otros países podrían hacer lo mismo (véase gráfico). Ahora esperamos recortes en las tasas de interés antes de fines de 2019 en México y un ciclo de ajuste monetario menos intenso en Colombia y Chile.

Los bancos centrales adoptan una postura neutra o expansiva cuando las tasas de interés en los EUA permanecen estables



Fuente: Bloomberg, Itaú

Los flujos financieros para los mercados emergentes continuarían



Fuente: IIF, Itaú

El riesgo para las economías emergentes es un menor crecimiento global en este momento. De hecho, una desaceleración más profunda en China, o una recesión en Europa o en EE.UU, tendría un impacto negativo en los commodities y en el crecimiento mundial.

Pero como esperamos que China se estabilice en el 2T19, proyectamos la continuidad de los flujos financieros hacia los mercados emergentes a futuro. Los flujos de capital hacia economías emergentes (calculados por el Instituto Internacional de Finanzas) ya muestran entradas positivas en 2019, comparado a un débil 2018 (véase gráfico).

Un choque de oferta provoca precios más altos para el mineral de hierro

El índice de Commodities Itaú (ICI) avanzó 1,1% desde fines de enero. El subíndice agrícola se contrajo 6,3% durante el mismo período, arrastrado por el trigo (perspectivas más sólidas para la cosecha rusa), el café y el azúcar (real brasileño más débil). Luego de incorporar estos nuevos datos, redujimos nuestra proyección para los precios del trigo y del café a fines de año en 7%. El subíndice de metales permaneció prácticamente estable, ya que los incrementos en la cotización del cobre compensaron la moderación en los precios del mineral de hierro. Finalmente, el subíndice de energía aumentó 6,4%, ya que la cotización del petróleo regresó al intervalo 55-65 dólares/barril.

Precios del mineral de hierro más altos debido al shock de oferta. En respuesta al trágico accidente ocurrido en la ciudad de Brumadinho a fines de enero, la minera Vale anunció el cierre de 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 otras áreas de producción. La compañía intentará compensar este impacto aumentando la producción en los yacimientos no afectados. Vale también se vio forzada a detener la operación en Brucutu, su mayor explotación en el estado de Minas Gerais, que tiene una capacidad anual de 30 millones

de toneladas. En conjunto, las noticias sugieren que la producción de Vale se verá reducida en 50 millones de toneladas en 2019, lo que llevará a precios más altos. Ahora esperamos la cotización del mineral de hierro en 75 dólares/tonelada a fines de año (antes: 63 dólares/tonelada), una disminución de 8,5% respecto a los niveles actuales.

Nuestra proyección a fines de 2019 asume una reducción de 1,5% respecto a los actuales niveles de precios. Esperamos una caída en los precios de la energía y del mineral de hierro. Seguimos esperando que los precios de los commodities agrícolas aumenten a partir de los niveles actuales antes de fines de año.

Proyecciones: Economía global

	2013	2014	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Economía mundial								
Crecimiento del PIB Mundial - %	3,5	3,6	3,5	3,3	3,7	3,8	3,4	3,3
EUA - %	1,8	2,5	2,9	1,6	2,2	2,9	2,1	1,7
Zona del Euro - %	-0,2	1,4	2,0	1,9	2,5	1,8	1,2	1,2
Japón - %	2,0	0,0	1,4	1,0	1,4	0,7	0,6	0,9
China - %	7,9	7,4	6,9	6,7	6,8	6,6	6,2	6,0
Tasas de interés y monedas								
Fed fondos - %	0,1	0,1	0,2	0,7	1,4	2,4	2,7	2,8
USD/EUR - final del período	1,37	1,21	1,09	1,05	1,20	1,15	1,17	1,20
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	94,7	93,0
Commodities								
Índice CRB - a/a - %	-5,2	-2,9	-15,1	12,0	1,5	-3,8	3,4	1,0
Índice CRB - var. media anual - %	-3,1	1,1	-14,0	-1,3	6,9	-0,6	0,0	0,2
Índice de Commodities Itaú (ICI) - a/a - %	-6,1	-27,5	-28,4	27,5	3,5	-2,2	2,2	1,5
Índice de Commodities Itaú (ICI) - media anual - %	-3,7	-10,2	-32,7	-6,4	13,3	10,2	-3,1	-1,3
Metales - var. media anual - %	-1,2	-14,9	-29,7	-2,6	25,1	3,1	3,0	-2,4
Energía - var. media anual - %	0,9	-5,2	-44,7	-14,5	21,4	24,1	-9,3	-4,7
Agrícolas - var. media anual - %	-11,5	-13,6	-16,0	-0,4	-1,5	0,7	0,2	3,8

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

LatAm

Actividad lenta

- ▶ Con un crecimiento económico débil en las economías centrales, la actividad en la región decepcionó. Redujimos nuestras proyecciones de crecimiento en 2019 para Argentina y México, mientras que los riesgos bajistas a nuestras proyecciones para el PIB de Brasil están aumentando.
- ▶ Dado el crecimiento lento y los tipos de cambio bien comportados, la perspectiva de inflación para la mayoría de los países de la región está controlada. Ahora esperamos recortes en las tasas de interés en México antes de fines de este año y vemos un ciclo de ajuste más gradual en Chile y Colombia en relación a nuestro escenario anterior. En Brasil, las perspectivas de inflación podrían eventualmente dar lugar a recortes en las tasas de interés, pero sería necesaria una mayor claridad en relación a la reforma del sistema de pensiones antes de que el BCB reanude el ciclo de flexibilización.

A pesar de la reciente volatilidad, la mayoría de los tipos de cambio en la región continúan registrando ganancias con relación al dólar en lo que va del año. La postura menos restrictiva de la política monetaria de la Fed y las noticias más positivas sobre las negociaciones comerciales entre China y EE.UU impulsaron el reciente movimiento. Respaldadas por los precios más altos del cobre y del petróleo, las monedas de Colombia y Chile tuvieron un desempeño superior. Por otro lado, el peso argentino se depreció más de 8% desde principios de año. La inflación por encima de lo esperado, en medio de un escenario de actividad débil, y los riesgos asociados con las elecciones presidenciales de este año vienen presionando el tipo de cambio.

Con un crecimiento económico débil en las economías centrales, la actividad en la región también fue decepcionante. En Argentina, la lectura mensual del PIB indica una contracción de 6,3% anual en el 4T18. Además de los salarios reales más bajos y las políticas macroeconómicas ajustadas, es probable que la incertidumbre sobre el resultado de las elecciones presidenciales de este año también sea responsable del desplome de la actividad. Si bien esperamos que la cosecha de soja ayude a mejorar la actividad, el importante arrastre estadístico negativo sugiere que este año se produciría otra contracción del PIB (recientemente revisamos nuestra previsión de crecimiento del PIB en 2019 a -1,2%, desde 0% anteriormente). En Brasil, los datos disponibles para el 1T19 apuntan a riesgos bajistas a nuestra previsión de crecimiento del PIB de 2,0% en 2019. La economía de México también tuvo un débil desempeño recientemente, por lo que redujimos nuestra previsión de crecimiento a 1,4%, desde 1,7% en nuestro escenario anterior y desde 2,0% observado en 2018).

Las incertidumbres relacionadas con la política interna y los riesgos persistentes para el libre comercio con EE.UU continúan pesando sobre la inversión fija bruta, que registró la tercera contracción trimestral consecutiva en el 4T18. Las exportaciones manufactureras también se debilitaron, probablemente debido a la pérdida de impulso de la industria de EE.UU. En este contexto, el mercado laboral de México se está debilitando, lo que afectó al consumo privado (a pesar de los robustos indicadores de confianza en los hogares). En Colombia, la recuperación económica está en curso, pero la actividad se mantiene por debajo del potencial como lo demuestran los débiles registros del mercado laboral. Sin embargo, la recuperación gradual del país estuvo acompañada por desequilibrios (fiscales y de balanza de pagos), lo que pone en duda su sostenibilidad. Por último, las cifras de actividad en Chile y, particularmente, en Perú fueron más alentadoras. Los fundamentos sólidos en estas dos economías pequeñas y abiertas están respaldando a la actividad, aunque es necesario un crecimiento más sólido en el extranjero (principalmente en China) para mantener el impulso de crecimiento en ambos países.

Con un crecimiento lento y el buen comportamiento de los tipos de cambio, existe una perspectiva favorable para la inflación en la mayoría de los países de la región. Estamos revisando a la baja nuestras proyecciones de inflación en 2019 para Chile, Colombia y México. En Brasil, seguimos esperando la inflación en 3,6% este año y el próximo, por debajo de la meta del banco central. La dinámica inflacionaria en Perú también fue favorable. Por otro lado, la inflación en Argentina sigue sorprendido al alza y el inicio de la temporada de negociación salarial y los aumentos en los precios de los servicios públicos implican que una desaceleración de la inflación significativa a corto plazo

es poco probable; ahora esperamos que la inflación se sitúe en 35% este año, desde 30% en nuestro escenario anterior.

Por tanto, con la excepción de Argentina, existe más espacio para la flexibilización de la política monetaria.

En Brasil, las perspectivas de inflación podrían eventualmente dar lugar a recortes en las tasas de interés, pero será necesaria una mayor claridad con respecto a las perspectivas de la reforma pensional para que el banco central contemple la reanudación del ciclo de flexibilización. En Chile, Colombia y Perú, seguimos esperando aumentos en las tasas de interés este año, pero solo en el segundo semestre; en Chile y Colombia ahora esperamos una única alza de la tasa de interés de 25 puntos base antes de fines de año (dos alzas en ambos países en nuestro escenario anterior). En contraste, el banco central de México mantiene una

política monetaria estricta para hacer frente a los choques que afectan a la inflación. Sin embargo, las cifras recientes de actividad e inflación sugieren que la normalización de la política monetaria se está materializando antes de lo que esperábamos. Por lo tanto, ahora proyectamos dos recortes de 25 puntos base en la TPM en el 4T19 y cuatro recortes de la misma magnitud en 2020, llevando la tasa de interés real al límite superior del rango neutral estimado por el banco central. Sin embargo, las incertidumbres que rodean la dirección de la política doméstica (y, en consecuencia, los riesgos para las perspectivas de inflación) deberán disiparse antes de que el Banxico decida flexibilizar la política monetaria. En dirección opuesta, las tasas de interés en Argentina aumentaron recientemente de manera considerable, y el banco central redujo la meta de la base monetaria en medio de las sorpresas alcistas de la inflación y el peso debilitado.

Colombia

Las cuentas externas vuelven a ser el centro de atención

- ▶ El consumo lideró la expansión económica de 2,7% el año pasado (1,4% en 2017; revisado desde 1,8%). Esperamos que la recuperación se consolide este año con un crecimiento de 3,3%, ayudado por la baja inflación y una política monetaria expansiva.
- ▶ El déficit de cuenta corriente detuvo su proceso de corrección en 2018 aumentando a 3,8% del PIB (3,3% en 2017). Los precios más bajos del petróleo (en comparación a 2018) no representan un buen augurio para las cuentas externas. Ahora esperamos que el déficit aumente a 4,0% este año (3,5% en nuestro escenario anterior), dejando a Colombia vulnerable a los cambios en las condiciones financieras externas. El amplio déficit de cuenta corriente se debe en parte a un déficit fiscal difícil de corregir.
- ▶ La inflación continúa sorprendiendo a la baja, ya que los riesgos potenciales de El Niño, el traspaso del tipo de cambio y los ajustes del salario mínimo no se materializaron en presiones inflacionarias significativas. Ahora esperamos que la inflación se sitúe en 3,0%, la meta de este año (3,4% anteriormente).
- ▶ La baja inflación y una recuperación gradual de la actividad permitirían al banco central mantener la tasa de interés de política monetaria (TPM) en territorio expansivo durante más tiempo. Ahora esperamos únicamente un aumento en la TPM de 25 puntos base, a 4,5% (4,75% anteriormente).

Esperamos una mejora de la actividad en 2018

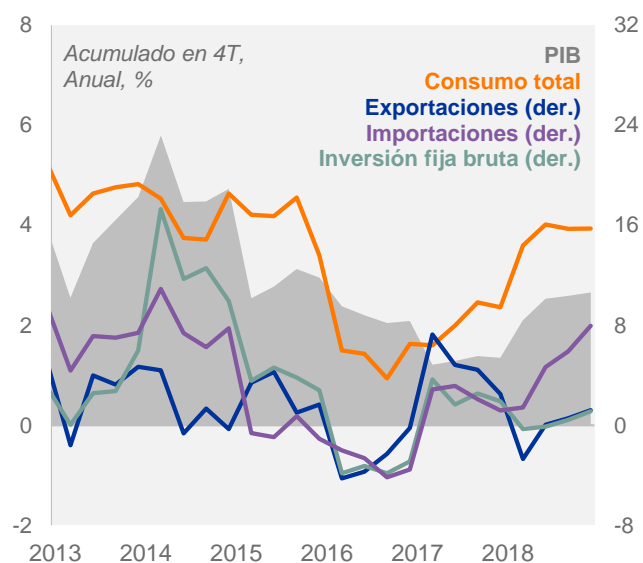
La actividad económica avanzó 2,7% el año pasado, por sobre nuestra expectativa de 2,6%, luego de un crecimiento revisado a la baja de 1,4% en 2017 (desde 1,8%). En el último trimestre de 2018, la actividad aumentó 2,8%, liderada por un consumo robusto y el repunte de la inversión, mientras que el aumento de las importaciones llevó al aumento del arrastre neto de las exportaciones. En general, la recuperación gradual de la actividad continúa produciéndose, pero es probable que el crecimiento se mantenga por debajo del potencial, por lo que la brecha de producto negativa continúa ampliándose.

En el último trimestre de 2018, la demanda interna se recuperó. La inversión bruta avanzó 6,7% anual (5,2% en el 3T18), liderada por la acumulación de existencias, mientras que la inversión fija bruta aumentó a 2,8% (1,4% anteriormente), una mejora notable con respecto a la contracción de 0,1% observada en el 1S18, impulsada por la inversión en infraestructura. Mientras tanto, el consumo privado se aceleró a 3,5% anual (3,2% anteriormente), mientras que el consumo público se moderó a medida que avanzó la consolidación fiscal (5,7%, desde 6,4% en el 3T18). Como resultado, la demanda interna final creció 3,7% (desde 3,2% en el trimestre anterior). Las exportaciones netas fueron el principal obstáculo en el trimestre ya que la recuperación de las importaciones se intensificó (14,0% interanual, desde 8,4% en el 3T18), mientras

que las exportaciones se aceleraron a 3,0% (1,6% anteriormente). En el margen, la actividad se desaceleró a 2,4%, intertrimestral y luego del ajuste estacional (3,2% en el 3T18), resultado por debajo del potencial.

En el conjunto del año, el consumo repuntó, mientras que la inversión fija bruta y las exportaciones disminuyeron. El consumo total aumentó 3,9%, desde 2,4% en 2017. El consumo privado se vio impulsado por el aumento de 6,3% en el consumo de bienes durables (-4,3% en 2017), mientras que el consumo de servicios se mantuvo prácticamente estable, en 2,6%. La recuperación de la inversión en 2018 (a 3,5%, desde -3,2% en 2017) se debió a la acumulación de existencias. Mientras tanto, la inversión fija bruta se moderó a 1,1%, desde 1,9% el año anterior. En línea con una mayor demanda interna, las importaciones aumentaron a 8,0% (1,2% en 2017), mientras que las exportaciones se contrajeron a 1,2% (2,5% anteriormente).

Inversión fija bruta débil en 2018



Fuente: Dane, Itaú

Mientras tanto, la dinámica del empleo continuó deteriorándose en enero. La tasa de desempleo nacional se situó en 12,8% en enero, desde 11,8% un año antes, resultado explicado por un mayor desempleo urbano. En el trimestre móvil, se produjo una pérdida neta de empleos durante el período de doce meses, mientras que los empleos creados fueron de menor calidad (principalmente empleo autónomo). Esperamos que la recuperación gradual de la actividad se traduzca en un mercado laboral más dinámico.

Esperamos que la actividad mejore este año. El crecimiento esperado de 3,3% se produciría en medio de una política monetaria aún expansiva, de la recuperación de la confianza de empresas y consumidores y las crecientes señales de un repunte de la inversión (a medida que aumentan las importaciones de bienes de capital). Sin embargo, los bajos precios del petróleo (en comparación a 2018) y una economía global lenta son riesgos bajistas importantes a nuestra proyección.

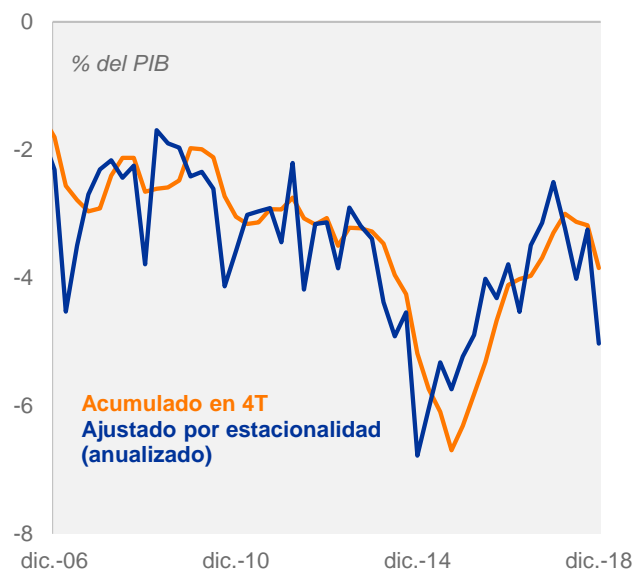
Un déficit de cuenta corriente amplio

El déficit de cuenta corriente se amplió considerablemente con el fortalecimiento de la demanda interna y el desplome de los precios del petróleo a fines del año pasado. El déficit de 2018, que se situó en 3,8% del PIB, fue superior al 3,3% observado en 2017. En el margen, nuestro propio ajuste estacional muestra que el déficit se amplió a 5,0% del PIB en el 4T18, desde 3,3% en el 3T18, liderado por un

creciente déficit comercial de bienes. Un mayor déficit de ingresos el año pasado llevó al aumento del déficit de cuenta corriente (desde 8,4 mil millones de dólares en 2017 a 11,1 mil millones de dólares). El déficit de la balanza comercial de bienes aumentó a 5,3 mil millones de dólares (desde 4,6 mil millones de dólares en 2017).

La financiación del amplio déficit de cuenta corriente es una fuente de preocupación. La inversión extranjera directa en 2018 permaneció baja, totalizando 11 mil millones de dólares (desde 13 mil millones de dólares en 2017), el menor resultado desde 2010. En conjunto, la inversión directa neta se ubicó en 5,9 mil millones de dólares en el año (10,1 mil millones de dólares en 2017), insuficiente para financiar en su totalidad el déficit de cuenta corriente durante este período. Mientras tanto, los flujos de cartera empeoraron, registrando una salida neta de 100 millones de dólares en el 4T18. En el conjunto del año, se observó una entrada pequeña de 300 millones (7,8 mil millones de dólares en 2017), lo que refleja el sentimiento de aversión al riesgo de los mercados emergentes que se produjo el año pasado.

Aumento acentuado del déficit de cuenta corriente



Fuente: BanRep, Dane, Itaú

Los bajos precios del petróleo, la recuperación de la demanda interna y la desaceleración de la economía mundial obstaculizaron las perspectivas de una corrección de la cuenta externa. Elevamos nuestra proyección para el déficit de cuenta corriente en 2019 a 4,0% del PIB (3,5% anteriormente) y a 3,8% el próximo año (3,2% anteriormente). Seguimos viendo el peso colombiano en 3.180 pesos por dólar a fines del año

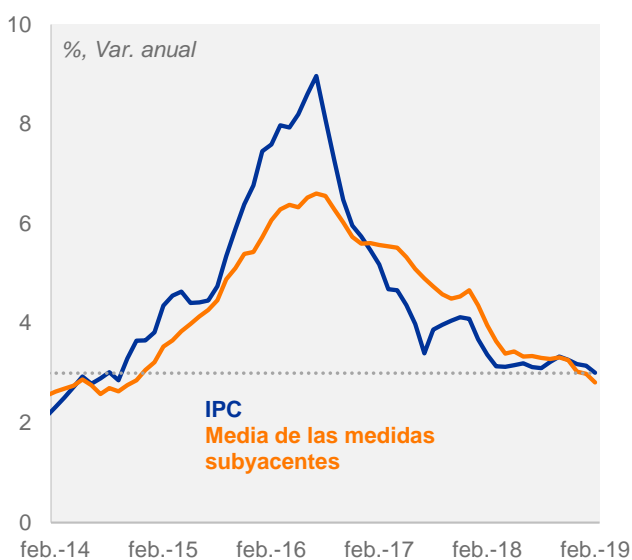
(3.080 pesos por dólar a fines de febrero). No obstante, los riesgos están inclinados hacia una moneda más débil, dados los amplios déficits gemelos.

Inflación más baja

La inflación nos sorprendió por segundo mes consecutivo en febrero y ahora se ubica en el meta de 3% del banco central, el registro más bajo desde septiembre de 2014. La inflación transable de bienes (excluyendo alimentos y artículos regulados) se desaceleró desde 1,03% en enero a 0,85%, la tasa más baja desde principios de 2013. Mientras tanto, la inflación no transable (excluyendo también los alimentos y los precios regulados) cayó a 3,38% (desde 3,87% en enero), y la inflación regulada se desaceleró a 5,65%, desde 6,03%. En conjunto, el promedio de las medidas de inflación subyacente retrocedió a 2,81% (desde 2,99% en enero), por debajo de la meta de 3% del banco central.

Ahora esperamos que la inflación cierre el año alcanzando la meta de 3% (3,4% anteriormente). Un fenómeno climático El Niño moderado, el peso colombiano prácticamente estable, la brecha de producto negativa aún en aumento y las expectativas de inflación controladas mantendrían la inflación baja y cerca de la meta de 3% del banco central.

La inflación alcanza la meta



Fuente: Dane, Banrep, Itaú

No hay necesidad de alterar el curso

El gerente general del banco central, Juan José Echavarría, presentó el primer informe trimestral de inflación del año, expresando su satisfacción con la recuperación del crecimiento y la inflación en la meta. En el lado positivo, la inflación está bajo control y esperamos que se ubique cerca de la meta este año. El banco central prevé una aceleración del crecimiento, desde 2,7% en 2018 a 3,4%-3,5% este año (próximo al potencial), impulsado por la inversión. Sectores como la industria y el comercio están creciendo a tasas moderadas, mientras que el sector bancario presenta una situación sólida.

Sin embargo, permanecen algunas áreas de preocupación o debilidad. Justo antes de la publicación de nuestro informe, las expectativas de inflación para este año fueron elevadas (3,3%), lo que representa un riesgo para la esperada convergencia de la inflación. En lo que respecta al crecimiento, sectores como la construcción están comenzando a recuperarse apenas ahora. Mientras tanto, el déficit de cuenta corriente es elevado. El gerente general del Banco de la República señaló que espera que el mayor déficit de cuenta corriente sea financiado con el aumento de la inversión extranjera directa (a pesar de que este no fue el caso en 2018). Además, Echavarría indicó que "la política monetaria no parece ser muy efectiva para el ajuste de un déficit de cuenta corriente estructural", y agregó que "desde que es gobernador, la posibilidad de utilizar la política monetaria para corregir la cuenta corriente [el déficit] nunca fue mencionado por el directorio del banco, aunque es una preocupación [para la junta]". Además, aunque esperamos que la regla fiscal se cumpla en 2019, se deberán realizar ajustes continuos para 2020 y 2021.

Creemos que el Banco de la República se mantendrá en espera por el momento e implementará solo un alza, a 4,5%, a fines de este año (anteriormente veíamos espacio para dos alzas). Un escenario mundial aún no exento de riesgos, el buen comportamiento de la inflación y una recuperación gradual de la actividad no proporcionan un impulso para eliminar ya el estímulo monetario. Aún así, el riesgo se inclina hacia alzas de las tasa de interés si las condiciones financieras se vuelven más difíciles (dada la vulnerabilidad que tiene la economía colombiana a raíz del amplio déficit de cuenta corriente).

La popularidad del Presidente Duque mejoró en febrero

Según la encuesta de Gallup, el índice de aprobación del presidente subió a 42% en febrero, desde 29% de diciembre, pero aún se encuentra por debajo del 47% observado luego de tomar posesión en agosto. El capital político de Duque aumentó luego de jugar un papel clave en el esfuerzo internacional para aliviar la crisis venezolana, lo que llevó finalmente a las autoridades venezolanas a romper unilateralmente las relaciones diplomáticas con Colombia. Sin embargo,

para avanzar en la agenda de reformas de la administración en medio de un Congreso dividido, es necesario un mayor fortalecimiento del capital político. En el aspecto político, Duque quiere que el Congreso revise algunas disposiciones clave de la ley del acuerdo de paz. Esta será una ardua batalla. Además, una reforma del sistema de pensiones está siendo elaborada.

João Pedro Bumachar
Carolina Monzón
Miguel Ricaurte

Proyecciones: Colombia

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P
Actividad económica								
Crecimiento real del PIB - %	4,6	4,7	3,0	2,1	1,4	2,7	3,3	3,6
PIB nominal - USD mil millones	382	381	294	282	311	330	328	351
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	6.513	6.897
Tasa de desempleo - media anual	9,6	9,1	8,9	9,2	9,4	9,7	9,8	9,5
Inflación								
IPC - %	1,9	3,7	6,8	5,8	4,1	3,2	3,0	3,0
Tasa de interés								
Tasa de referencia - final del año - %	3,25	4,5	5,75	7,50	4,75	4,25	4,50	4,50
Balanza de pagos								
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	-7,1	-8,0	-8,2
Cuenta corriente - % PIB	-3,3	-5,2	-6,3	-4,3	-3,3	-3,8	-4,0	-3,8
Inversión extranjera directa - % PIB	4,2	4,2	4,0	4,9	4,5	3,3	4,1	4,6
Reservas internacionales - USD mil millones	43,6	47,3	46,7	46,7	47,6	48,4	49,9	51,3
Finanzas públicas								
Resultado nominal del gob. central - % del PIB	-2,3	-2,4	-3,0	-4,0	-3,6	-3,1	-2,7	-2,3
Deuda pública bruta del gob. central - % del PIB	37,1	40,2	45,0	46,0	47,0	50,7	50,8	49,9

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.