

# Escenario macro - Colombia



Escenario Macro | 14 de noviembre de 2019

## Economía global

Menores riesgos, la manufactura probablemente se estabilice ..... 2

Las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China están disminuyendo y es probable que la producción industrial mundial se estabilice.

## Colombia

Crecimiento resiliente en un entorno fiscal complejo ..... 6

Las ventas minoristas continúan acelerándose, por lo que hemos actualizado nuestra previsión de crecimiento para este año (a 3,3% desde 3,0%) y el siguiente (a 3,1% desde 2,8%), a pesar de los continuos desafíos fiscales.

## Revisión de Escenario

### Mundo

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,0	3,2	3,1	3,0

### Brasil

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	1,0	1,0	2,2	2,2
BRL / USD (dic)	4,00	3,90	4,15	4,25
Tasas de interés (dic) - %	4,50	4,50	4,00	4,00
IPCA (%)	3,3	3,3	3,7	3,7

### Argentina

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	-2,9	-2,5	-2,0	-1,1
ARS / USD (dic)	65,00	70,00	92,00	98,00
BADLAR (dic) - %	40,00	55,00	24,00	35,50
Tasa de referencia - %	50,0	70,0	30,0	45,0
IPC - %	58,0	62,0	43,0	43,0

### Colombia

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,3	3,0	3,1	2,8
COP / USD (dic)	3400	3400	3430	3430
Tasas de interés (dic) - %	4,25	4,25	4,25	4,25
IPC - %	4,0	3,8	3,5	3,4

### Paraguay

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	-1,0	1,0	3,0	3,0
PYG / USD (dic)	6300	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	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	0,1	0,5	1,2	1,3

### México

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	0,1	0,3	1,1	1,1
MXN / USD (dic)	19,40	19,80	19,60	19,90
Tasas de interés (dic) - %	6,75	7,00	6,00	6,00
IPC - %	2,9	2,9	3,1	3,1

### Chile

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	2,0	2,2	2,4	2,9
CLP / USD (dic)	730	715	715	700
Tasas de interés (dic) - %	1,25	1,75	1,25	1,50
IPC - %	2,6	2,8	2,6	3,0

### Perú

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

### Uruguay

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
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

### Menores riesgos, la manufactura probablemente se estabilice

- ▶ Las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China se están reduciendo y el riesgo de un Brexit sin acuerdo está disminuyendo
- ▶ Menores riesgos de recesión en Estados Unidos.
- ▶ Europa: el crecimiento se estabiliza a un bajo ritmo, cerca del potencial.
- ▶ China: estabilización en torno a una senda de desaceleración gradual.
- ▶ La manufactura probablemente se estabilice a nivel mundial.
- ▶ América Latina: Los riesgos idiosincráticos vuelven a entrar en juego.

#### Las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China se moderan y el riesgo de un Brexit sin acuerdo está disminuyendo

Es probable que los presidentes Trump y Xi firmen en noviembre un acuerdo comercial de Fase 1 entre Estados Unidos y China. Al parecer, China ha acordado aumentar las importaciones agrícolas de Estados Unidos, proteger la propiedad intelectual con mecanismos de aplicación, abstenerse de intervenir para depreciar el yuan y abrir su sector de servicios financieros a las empresas estadounidenses. A cambio, Estados Unidos está negociando no aumentar aranceles adicionales, eliminar el último arancel del 15% efectivo el 1 de septiembre y no nombrar oficialmente a China como manipuladora de divisas.

Aunque es poco probable un acuerdo completo entre Estados Unidos y China, el acuerdo de Fase 1 reducirá significativamente el riesgo de nuevos aranceles, al menos hasta las próximas elecciones estadounidenses. Los temas que quedan fuera de la Fase 1 involucran intereses soberanos estratégicos, ya sean subsidios o geopolíticos, que es menos probable que se resuelvan. Sin embargo, los presidentes Trump y Xi comparten un interés común en frenar las tensiones por ahora para mitigar los riesgos de recesión.

El riesgo de un Brexit sin acuerdo también está disminuyendo. El Primer Ministro británico, Boris Johnson, llegó a un acuerdo con Europa que fue aprobado por el Parlamento el mes pasado, aunque tuvo que llamar a nuevas elecciones porque perdió el voto para la implementación rápida, y tuvo que aceptar una prórroga para enero de 2020. El partido conservador de Boris Johnson está liderando las encuestas, y si gana, es probable que implemente su

plan. Si el partido laborista opositor gana las elecciones, se inclinaría hacia un segundo referéndum para revertir el Brexit, por lo que en cualquier caso es poco probable que se de un escenario en el que no exista acuerdo.

**Una reducción de estos dos riesgos debería ayudar a aliviar la incertidumbre política, aún alta, hacia adelante.**

#### Están moderándose los riesgos de recesión en Estados Unidos

Es probable que la flexibilización de la política de la Fed apoye la expansión, a medida que disminuye la incertidumbre con respecto a las políticas comerciales. El crecimiento de la nómina de empleo privado a 150.000 por mes, los altos precios de las acciones y la elevada confianza del consumidor respaldan una tendencia moderada del consumo. Gracias al acuerdo de Fase 1 entre Estados Unidos y China, es probable que la manufactura mundial se estabilice (ver la sección a continuación) y apoye las exportaciones estadounidenses. Dada la menor incertidumbre con respecto a la política comercial, es probable que las tasas de política monetaria más bajas de la Reserva Federal con los habituales retrasos contribuyan a la inversión no residencial.

**En este contexto, hemos elevado nuestra proyección para el PIB de Estados Unidos a 1,7% (desde 1,5%) para 2020.** Además, eliminamos de nuestras perspectivas un último recorte de la tasa en 2020 y aumentamos nuestra estimación para los bonos del tesoro a 10 años a 2,0% (desde 1,75%) para fin de 2019.

**Las elecciones presidenciales son el principal riesgo para un escenario favorable en 2020.** Si el Presidente Trump o un demócrata moderado (como Joe Biden) gana las elecciones, entonces es probable que la volatilidad sea la de un ciclo electoral normal. Si un candidato anti establishment gana las elecciones, entonces la incertidumbre política podría aumentar más de lo normal y generar retrasos en la inversión privada de bienes de capital. Es probable que sea una elección disputada. Por lo tanto, si un demócrata radical se convierte en el candidato, esperamos una mayor volatilidad. Esto sólo se aclarará con el avance de las primarias demócratas entre fines del 1T20 y principios del 2T20.

### Europa: el crecimiento se estabiliza a un ritmo bajo, cerca del potencial

**El crecimiento se estabilizó en 0.2% trimestral, cerca del ritmo interanual potencial de 1,0%.** El crecimiento en el 3T19 se mantuvo en 0,2% trimestral, manteniendo el ritmo del 2T19 y desacelerándose a 1,1% interanual, cerca del ritmo potencial de 1,0%. Aunque los PMI hasta octubre continúan sugiriendo una posible desaceleración adicional, los riesgos externos han disminuido, dado el menor riesgo de un Brexit sin acuerdo y el mini acuerdo comercial entre Estados Unidos y China. Las expectativas de inflación permanecen bajas, al igual que la inflación subyacente, que probablemente ronde el 1,0% interanual hasta fin de año.

**Estimamos que la respuesta política continuaría siendo inadecuada, con flexibilización de la política monetaria, pero (hasta ahora) limitada expansión fiscal.** Continuamos creyendo que no será suficiente la actual política monetaria expansiva para ayudar a que el crecimiento se recupere 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 0,2% para 2020, calculado como la variación del balance primario esperado ajustado cíclicamente) es pequeño y no lo suficiente para impulsar el crecimiento en la región.

**Nuestra proyección para el PIB se mantiene en 1,1% para 2019 y 0,8% para 2020.** Hemos revisado nuestra estimación para el euro a fin de año a 1,10 dólares/euro (desde 1,08 dólares/euro) en base a una menor incertidumbre externa.

### China: estabilización en torno a una trayectoria de desaceleración gradual

**La actividad está mostrando algunos signos tentativos de estabilización.** La producción industrial y las ventas minoristas mostraron un mejor desempeño en septiembre. El PMI manufacturero cayó en octubre debido a la estacionalidad negativa, aunque mostró una mejor composición, con una mejora en el componente de empleo.

**Las autoridades se sienten cómodas con una trayectoria de desaceleración gradual.** Las recientes respuestas de política monetaria parecen tener como objetivo simplemente reducir la desaceleración, en lugar de brindar un impulso importante a la actividad. En resumen, este escenario se encuentra en línea con una gradual desaceleración. Reiteramos nuestra estimación de que es poco probable que se anuncie un importante paquete de crédito/vivienda, debido a problemas de estabilidad financiera.

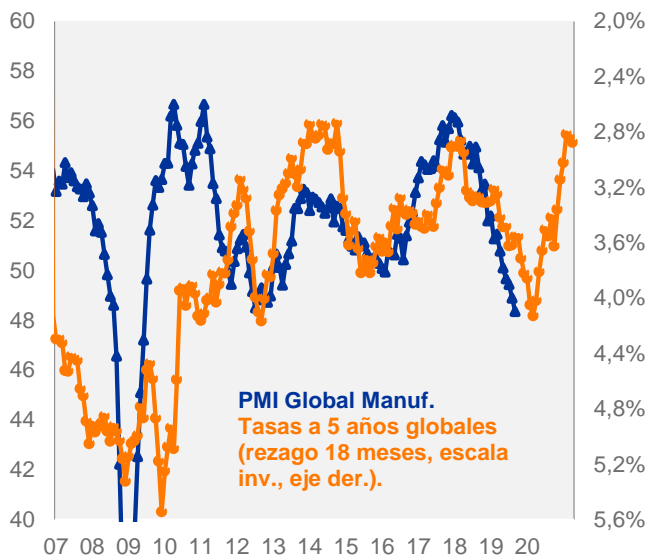
**Mantenemos nuestras proyecciones para el PIB en 6,2% para 2019 y 5,7% para 2020.**

### La manufactura probablemente se estabilice a nivel mundial

**Los indicadores coincidentes para el ciclo de manufactura mundial se han estabilizado.** Los precios de las acciones de las empresas de cobre, tecnología y automotrices sugieren que estas industrias, que están relacionadas con el ciclo completo de manufactura, pueden estar estabilizándose. Y el *peak* de incertidumbre con respecto a la política económica parece ya haber quedado atrás, especialmente si el acuerdo comercial de Fase 1 pone fin a la escalada arancelaria entre Estados Unidos y China, y un Brexit sin acuerdo sigue siendo sólo un riesgo moderado.

**Además, es probable que la flexibilización de la política monetaria mundial en 2019 tenga un efecto positivo sobre la actividad manufacturera mundial en 2020 (ver gráfico).** Estimamos que la caída de 125pb de las tasas mundiales a 5 años en 2019 probablemente impulsará los PMI mundiales 2,5pp en 2020.

### La flexibilización de la política monetaria mundial apoyaría la actividad manufacturera mundial en 2020



Fuente: Haver, Bloomberg, Itaú

### América Latina: Los riesgos idiosincráticos vuelven a entrar en juego

Si bien los riesgos mundiales disminuyeron, los acontecimientos domésticos en América Latina limitarán la recuperación económica en muchos países de la región. Los eventos sociales en Chile probablemente socaven la confianza y la inversión, más que compensar los efectos de la reconstrucción y las medidas fiscales expansivas, y esto nos ha llevado a reducir nuestras proyecciones de crecimiento tanto para este año como para el próximo. En Perú, la lucha entre los legisladores y el presidente también es negativa para la inversión de capital, en un momento en que continúan las protestas contra los grandes proyectos mineros. En Argentina, el gobierno electo puede intensificar los controles del tipo de cambio ya implementados por el gobierno saliente, que combinado con posibles controles de precios al consumidor probablemente generen una recesión más pronunciada de lo que esperábamos. En México revisamos a la baja aún más nuestra estimación de crecimiento para este

año (a 0,1%). Si bien la desaceleración de la economía mexicana responde en parte a los factores transitorios relacionados con el gasto fiscal, el debilitamiento de la industria estadounidense y la continua incertidumbre sobre la dirección de la política comercial e interna seguirán obstaculizando el crecimiento. La economía colombiana, sin embargo, continúa yendo en contra de la ola de desaceleración observada en otras partes de la región, apoyada por el consumo. Entre las posibles explicaciones para el desacoplamiento colombiano vemos el aumento del consumo debido a las oleadas de venezolanos que llegan al país y una tasa de política neutral más alta de lo esperado (dado que el crecimiento del crédito al consumo es fuerte). Por último, en Brasil, los últimos datos siguen apoyando nuestra expectativa de una gradual recuperación económica.

**En un contexto de crecimiento por debajo del potencial, los bancos centrales continúan utilizando el margen de política monetaria disponible.** En Chile, el Banco Central redujo la tasa de política monetaria a 1,75% manteniendo un sesgo de flexibilización. En nuestra opinión, el reciente malestar social implica riesgos a la baja para nuestra proyección de TPM de 1,5% para finalizar el ciclo. En Perú, el Banco Central redujo la tasa de política por segunda vez este año (25pb). El Banco Central de México sigue recortando gradualmente la tasa de política monetaria, pero es probable que la próxima semana se acelere el ritmo (desde el actual recorte de 25pb por reunión), dados los signos más claros de una desaceleración de la inflación subyacente, en un contexto de creciente brecha del producto y favorables condiciones financieras externas. En Brasil, esperamos que la tasa Selic cierre el ciclo en 4,0% (100pb por debajo del nivel actual), pero la autoridad monetaria ha indicado que es probable que sostengan un enfoque más cauteloso (es decir, gradual) para el proceso de flexibilización. Mientras tanto, el Banco de la República de Colombia sigue sin introducir cambios, dado el sólido crecimiento, la alta inflación (en gran medida debido a factores transitorios) y un amplio déficit de cuenta corriente.

## 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

## Crecimiento resiliente en un entorno fiscal complejo

- ▶ La Corte Constitucional anuló la ley de financiamiento aprobada a finales del año pasado, pero le permitió a la administración mantener los ingresos que había recibido así como futuros ingresos hasta fin de año, dándole tiempo para volver a presentar el proyecto de ley al Congreso y recuperar los flujos de ingresos para los próximos años. El dictamen no disuadió a las agencias de calificación: S&P mantuvo su calificación 'BBB-' (estable) y Fitch sostuvo que esta decisión sólo tenía un "efecto marginal".
- ▶ Las ventas minoristas continúan acelerándose, lo que nos llevó a mejorar nuestra proyección de crecimiento para este año (desde 3,0% a 3,3%) y el próximo (desde 2,8% a 3,1%). Los continuos choques de oferta nos llevaron a revisar nuestro pronóstico de inflación de fin de año desde 3,8% a 4%, y esperamos que converja hacia la meta del 3% el próximo año. En estas circunstancias, es poco probable que el Banco de la República flexibilice la política monetaria, dados los amplios déficits gemelos del país.

## La reforma tributaria de nuevo a discusión

**La Corte Constitucional colombiana dictaminó que la ley de financiamiento de 2018 no cumplió parte de los procedimientos requeridos y quedará derogada a partir del comienzo de 2020.** El argumento principal para esta decisión señala que la reforma fue discutida en la Cámara de Representantes, pero no se publicó en la Gaceta Oficial del Congreso (lo que supuestamente impidió que los legisladores contaran con un conocimiento adecuado de los cambios realizados al proyecto de ley por el Senado), violando los principios necesarios para crear nuevos impuestos. El fallo implica que la administración puede retener cualquier ingreso relacionado con la reforma recibido hasta la fecha (y para el resto de 2019), pero debe devolver el mismo proyecto de ley al Congreso, que tendría que ser aprobado antes de fin de año para retener la fuente de ingresos planificada.

**La ley de financiamiento propuesta por el gobierno de Duque al cierre del año pasado incluía una reforma fiscal para financiar el déficit presupuestario nacional.** La versión aprobada de la ley proyectaba un incremento de los ingresos de aproximadamente 0,7% del PIB, cerca de la mitad de la meta de ingresos inicial.

**Para el presupuesto de 2020, incluso antes del fallo de la Corte Constitucional, la administración tuvo que obtener recursos para cubrir un déficit presupuestario de aproximadamente 8,5 billones de pesos a partir de ventas de activos (privatizaciones).** El gobierno está apuntando a un déficit presupuestario de 2,2% del PIB para el próximo

año. Cualquier obstáculo en el renovado intento de la administración de aprobar rápidamente la ley de financiación (dada la falta de mayoría del gobierno de Duque en el Congreso) podría aumentar la incertidumbre del mercado. La Corte Constitucional ya ha bloqueado una sobretasa del impuesto sobre la renta a los bancos propuesta en la ley anterior, que disminuyó los ingresos en menos del 0,1% del PIB.

**Tras el fallo, en un evento positivo para Colombia, Standard and Poor's confirmó la calificación de crédito soberano del país en BBB-, con una perspectiva estable.** Al explicar la decisión, S&P señaló que un mayor crecimiento del PIB ayudará a estabilizar la carga de la deuda del gobierno, ya que espera que la economía mejore durante 2019-2021, a un promedio de 3,2% con respecto al 1,4% alcanzado en 2017. La agencia de calificación señaló que las instituciones económicas y políticas siguen siendo sólidas, a pesar de la reciente anulación de la ley de financiamiento por parte de la Corte Constitucional, que la agencia espera que vuelva a ser aprobada por el Congreso. S&P podría reducir la calificación en los próximos dos años (quitándole la condición de grado de inversión al país) si la balanza externa de Colombia no mejora o si el acceso a los mercados financieros internacionales se ve afectado. El deterioro de la dinámica política también aumentaría la probabilidad de una reducción de la calificación. Por otro lado, una mejora de la calificación exigiría una ampliación de su base exportadora y menores déficits externos, que reducirían las vulnerabilidades externas, junto con un crecimiento más rápido del PIB en relación con las economías equivalentes. La decisión significa que Colombia conserva su calificación de grado de

inversión, y tanto la de Moody's (Baa2, perspectiva estable) como la de Fitch (BBB, perspectiva negativa) se encuentran un nivel por encima de la calificación de grado de inversión más baja.

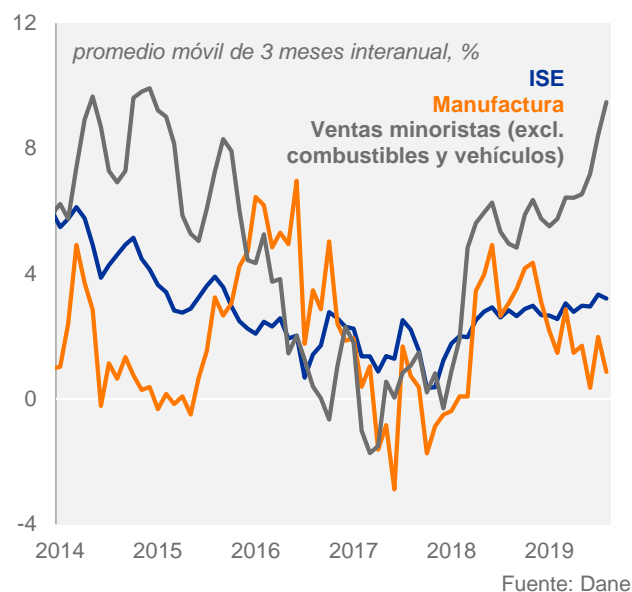
## Señales positivas en actividad

**El consumo sigue siendo un motor clave para el crecimiento.** En el trimestre finalizado en agosto, las ventas minoristas se expandieron un 8,3%, desde 6,5% en el 2T19. Excluidas las ventas de combustibles y vehículos, la actividad minorista aumentó 9,5% en el trimestre, desde 7,2% en el 2T19, y el impulso se mantuvo fuerte en el margen. La fuerte afluencia de inmigrantes venezolanos a Colombia juega un papel en las sólidas ventas minoristas, aunque el crecimiento del crédito también está ayudando (lo que significa que la actual postura de política monetaria podría ser más expansiva de lo que se supuso). Por otro lado, la confianza del consumidor y la destrucción generalizada del empleo sugieren que el comercio minorista podría debilitarse hacia futuro. La tasa nacional de desempleo aumentó 1,1pp en doce meses a 10,6% en el 3T19, y el componente urbano repuntó 0,4pp a la misma tasa. En el trimestre, la economía recortó 409.000 puestos de trabajo con respecto al año anterior, la disminución más pronunciada del empleo desde la crisis financiera, principalmente concentrada en las zonas rurales. La destrucción de empleo se vio impulsada principalmente por el empleo por cuenta propia (-6,5% en el 3T19 frente a -4,4% en el 2T19), mientras que el empleo asalariado privado ayudó a mitigar las pérdidas (+3,2% interanual tras 3,6% en el 2T19). Desestacionalizada, la tasa nacional de desempleo aumentó 0,4pp desde el 2T19, a 10,7%, la lectura más alta desde agosto de 2011.

**El sólido consumo no ha logrado impulsar un notable incremento en la industria manufacturera, que registró un crecimiento de 0,9% en el trimestre finalizado en agosto.** Si bien esto implica una mejora con respecto al 0,4% registrado en el 2T19, se mantiene muy por debajo de la cifra del 1T19 de 2,9% (la misma tasa observada en 2018).

**En resumen, el indicador de seguimiento a la actividad (ISE) siguió creciendo por encima del 3%, cerca de su potencial.** En el trimestre finalizado en agosto la actividad se expandió un 3,2% interanual, similar a la tasa de crecimiento registrada en el primer semestre de este año.

## Sólido crecimiento impulsado por el consumo



**Hemos aumentado nuestra proyección de crecimiento para el año desde 3,0% a 3,3% (2,6% en 2018).** Además, ahora esperamos un crecimiento de 3,1% para el próximo año (frente al 2,8% anterior).

## El déficit comercial continúa aumentando

**Una caída de dos dígitos en las exportaciones generó un amplio déficit comercial en agosto, alcanzando los 1.400 millones de dólares en el período, un considerable deterioro con respecto al déficit de 692 millones de dólares registrado un año antes.** Como resultado, el déficit comercial acumulado de 12 meses subió a 9.900 millones de dólares, desde 8.600 millones de dólares en junio y 7.000 millones de dólares en 2018. En el margen, el déficit comercial anualizado es aún mayor, debido principalmente a una fuerte disminución de las exportaciones de materias primas. Con un consumo optimista y una desaceleración del crecimiento mundial que limita los precios de los commodities, esperamos que el déficit de cuenta corriente se amplíe aún más a 4,5% del PIB este año (frente a nuestras expectativas anteriores de 4,3%; 3,9% en 2018). Para 2020, prevemos que el déficit de cuenta corriente se sitúe en 4,3%, por encima de nuestra previsión anterior de 4,1%.

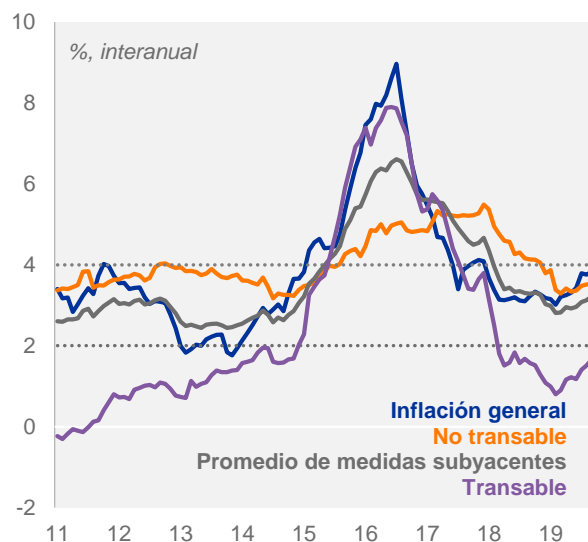
**El peso colombiano se ha recuperado en un entorno de optimismo en el frente comercial mundial y mantenemos nuestra previsión para fin de año de 3430 pesos/dólar para 2020.** El significativo desequilibrio externo y los riesgos fiscales limitan el margen para que el peso colombiano se beneficie de un

retorno al apetito por el riesgo en los mercados emergentes. Por otro lado, la decisión del Banco de la República de poner fin al programa de acumulación de reservas (suspendido desde mayo) fue positiva para la moneda.

## Alza de la inflación a corto plazo, expectativas controladas

**La inflación de octubre subió a 3,86% (3,82% anterior), cerca del límite superior del rango meta del Banco de la República (2%-4%).** La inflación, excluidos los precios de los alimentos y la energía, se mantuvo estable en 3,25% interanual, lo que refleja que el aumento general de la inflación se debe principalmente a componentes volátiles. El promedio de las medidas de inflación subyacente ascendió a 3,24% en octubre (3,22% anteriormente), aún cerca de la meta del 3%. La inflación de bienes transables (excluidos alimentos y artículos regulados) sigue siendo el principal lastre para la inflación en 1,89% (1,65% anteriormente), lo que indica que (hasta ahora) no ha habido una notable transferencia de la reciente depreciación del peso. La inflación no transable (también excluidos alimentos y precios regulados) se moderó a 3,44% (3,53% anteriormente), mientras que el componente regulado se desaceleró a 4,43% interanual (4,74% anteriormente). A pesar de las presiones al alza a corto plazo, las expectativas de inflación siguen controladas, cerca del 3%, para un horizonte más prolongado que, junto con la esperada disminución de los choques sobre los precios de los alimentos y una postura de política monetaria casi neutral, probablemente ayudarían a la desaceleración de la inflación el próximo año. No obstante, ahora prevemos que la inflación cerraría este año en 4,0% (3,8% anteriormente, 3,2% en 2018) y bajaría a 3,5% el próximo año (3,4% anteriormente).

### Presiones a corto plazo



Fuente: DANE, Banrep

## Tasas estables hacia adelante

**En su reunión de política monetaria de octubre, el Banco de la República mantuvo la tasa de política en 4,25%, como se esperaba.** Esto marca la decimoquinta decisión consecutiva de tasa estable (decimooctavo mes), una vez más respaldada por todos los miembros de la junta directiva. El comunicado de prensa que anunció la decisión y la posterior conferencia de prensa mantuvieron una postura neutral. El nuevo informe de política monetaria del Banco de la República señaló que, en relación con la última encuesta a analistas que mostró un alza de 25pb en el primer semestre de 2020, el equipo técnico prevé una postura levemente más expansiva.

**La junta directiva se muestra optimista de que más allá de los choques de oferta, las presiones sobre los precios siguen estando bajo control.** Mientras que el Banco de la República proyecta una inflación de 3,8% en 2019, el equipo espera que la inflación converja a la meta de 3,0% en 2020. Durante la conferencia de prensa, el Gerente General Echavarría destacó que las estimaciones de la transferencia de la devaluación a la inflación en Colombia siguen siendo bajas, a pesar de la evidencia de que algunos precios han reaccionado a un período prolongado de mayor debilidad de la moneda.



**Mientras tanto, la junta sigue siendo optimista con respecto al crecimiento, con expectativas por encima del 3%.** Sin embargo, la débil evolución del mercado laboral se destacó como un riesgo para la actividad.

**Creemos que el Banco de la República mantendrá las tasas sin cambios durante todo nuestro escenario de proyección.** En un escenario de fuerte demanda interna, elevada inflación total y amplios déficits gemelos, es poco probable que se implementen recortes en la tasa.

**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.

## 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.