

Escenario macro - Colombia



Escenario Macro | 18 de octubre de 2019

Economía global

Bajo crecimiento, bajas tasas de interés, la fortaleza del dólar podría estar llegando a su fin 2

La tregua comercial es importante, pero no sería suficiente para impulsar el crecimiento mundial. Por lo tanto, las autoridades continuarán la fase de flexibilización. Es probable que el enfriamiento de la actividad económica en Estados Unidos limite el fortalecimiento del dólar.

Colombia

En modo de espera 8

El Banco de la República está en modo de espera, por lo que prevemos que las tasas se mantengan estables durante nuestro horizonte de proyección. Sin embargo, sigue siendo más probable recortes que alzas.

Revisión de Escenario

Mundo

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

Brasil

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	1,0	0,8	2,2	1,7
BRL / USD (dic)	3,90	3,80	4,25	4,00
Tasas de interés (dic) - %	4,50	5,00	4,00	5,00
IPCA (%)	3,3	3,4	3,7	3,5

Argentina

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

Colombia

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

Paraguay

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	-1,5	1,0	2,5	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 - %	0,5	0,5	1,3	1,1

México

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	0,3	0,4	1,1	1,1
MXN / USD (dic)	19,80	19,80	19,90	19,90
Tasas de interés (dic) - %	7,00	7,25	6,00	6,25
IPC - %	2,9	3,3	3,1	3,2

Chile

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	2,2	2,2	2,9	2,9
CLP / USD (dic)	715	715	700	700
Tasas de interés (dic) - %	1,75	2,00	1,50	1,50
IPC - %	2,8	3,0	3,0	2,8

Perú

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	2,3	2,7	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

Bajo crecimiento, bajas tasas de interés, la fortaleza del dólar podría estar llegando a su fin

- ▶ La tregua comercial es importante, pero no suficiente para impulsar el crecimiento mundial.
- ▶ El PIB de Estados Unidos se desaceleraría a 1,5% en 2020, la Fed introduciría otro recorte de 25p este año.
- ▶ Europa: el estímulo fiscal no es suficiente para promover el crecimiento.
- ▶ China: frágil estabilización.
- ▶ La fortaleza del dólar podría estar llegando a su fin.
- ▶ América Latina: profundización del ciclo de flexibilización.

La tregua comercial es importante, pero no suficiente para impulsar el crecimiento mundial

Una tregua comercial podría detener las alzas arancelarias, lo que resulta un alivio a corto plazo.

El presidente Trump acordó no aumentar los aranceles programados para el 15 de octubre mientras EE.UU. y China completan la fase 1 del acuerdo comercial. El acuerdo incluye compras agrícolas, protección de la propiedad intelectual, mecanismos de cumplimiento, sector financiero abierto y compromisos con el libre mercado de divisas y la transparencia. Trump y Xi probablemente firmen este acuerdo de Fase 1 en la reunión del APEC los días 16 y 17 de noviembre.

Incluso si se completa la fase 1 del acuerdo comercial, no elimina toda la incertidumbre política entre EE.UU. y China. La fase 2 del acuerdo comercial implica cuestiones más complejas, como mayor profundidad respecto a propiedad intelectual y las disputas tecnológicas (regulación de datos, computación en la nube y ciberseguridad). Además, quedarían pendientes aparentemente algunas cuestiones no negociables, como los subsidios a empresas estatales, o los cambios en la legislación nacional. Por lo tanto, no hay una clara senda para la eliminación de aranceles.

El PIB de Estados Unidos se desaceleraría a 1,5% en 2020, la Fed introduciría otro recorte de 25p este año

Es probable que el crecimiento de la inversión y el empleo avance a un ritmo modesto dada la incertidumbre política y la desaceleración de las

exportaciones. La incertidumbre con respecto a la política exterior posiblemente se mantendrá elevada, ya que la tregua entre EE.UU. y China no es permanente. La incertidumbre sobre la política interna también podría aumentar previo a las elecciones presidenciales de noviembre de 2020. Nuestro modelo indica que es probable que la inversión no residencial se mantenga casi plana en 2020, en línea con el crecimiento de la nómina de alrededor de 100.000 - 125.000 por mes.

Esperamos que la Fed introduzca otro recorte de 25pb este año para impulsar la expansión económica. Es probable que las menores tasas de interés apoyen la flexibilización de las condiciones financieras y eviten un salto repentino en las tasas de ahorro de los hogares. Por lo tanto, si el crecimiento de las nóminas se estabiliza en 100.000 - 125.000 por mes, es probable que el ingreso laboral y el crecimiento del consumo se estabilicen en torno al 2%. Seguimos estimando un crecimiento del PIB de 1,5% en 2020, con incidencia negativa de la inversión y las exportaciones.

Los riesgos de recesión son limitados si persiste la tregua comercial, ya que no existe un desequilibrio financiero importante en el sector privado. La inflación y las expectativas de inflación se mantienen levemente por debajo del 2%. Aunque resulta preocupante la alta relación entre la deuda corporativa no financiera y los ingresos, los ratios de cobertura de intereses se mantienen sólidos. Es importante destacar que el estado del balance de los hogares es mucho mejor, con tasas de ahorro del 8% y bajos pagos por intereses en relación con los ingresos.

Incluso sin un desequilibrio macro importante, un shock político o de incertidumbre considerable podría generar una recesión. Una desaceleración más pronunciada de la manufactura podría propagarse más profundamente a las nóminas de la industria de servicios. Una desaceleración del consumo afectaría a las empresas. Y el sector tecnológico, un importante motor de la inversión en propiedad intelectual en este ciclo, podría perder impulso.

Europa: el estímulo fiscal no es suficiente para aumentar el crecimiento

El crecimiento sigue debilitándose y los riesgos se mantienen a la baja. Después de un crecimiento de 0,2% en el 2T19 (desde 0,4% en el 1T19), los primeros datos duros para el 3T19 indican que el crecimiento sigue siendo débil, mientras que la nueva caída de los PMI en septiembre plantea un riesgo de desaceleración adicional hacia adelante. Los riesgos externos a la baja siguen siendo elevados, derivados de la incertidumbre que persiste en las negociaciones entre EE.UU. - China y el Brexit, mientras que la demanda interna disminuyó en el 1S19, aunque sigue siendo algo resistente. Dadas las aún bajas expectativas de inflación, la inflación subyacente seguirá siendo débil, rondando el 1,0% interanual hasta fin de año.

La respuesta política sigue siendo inadecuada, con flexibilización de la política monetaria, pero (hasta ahora) limitada expansión fiscal. El BCE introdujo un recorte de la tasa, ajustó su lineamiento futuro, realizó una nueva ronda de compras de activos (flexibilización cuantitativa) y recortó la tasa de interés de las operaciones de financiamiento a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO). Sin embargo, creemos que no será suficiente para ayudar a que el crecimiento se recupere porque los préstamos ya se están expandiendo rápidamente, la cartera del BCE es considerable y las tasas de interés se encuentran inmersas en territorio negativo.

Mientras tanto, el estímulo fiscal es modesto y no impulsará el crecimiento. Estimamos un impulso fiscal de 0,4% del PIB para 2019 y de 0,2% del PIB para 2020 en la Eurozona, calculado como la variación del saldo primario esperado ajustado cíclicamente (como porcentaje del PIB). Esto se verá impulsado por una modesta expansión fiscal en Alemania, Italia y Holanda. Sin embargo, este estímulo es acotado y, por lo tanto, no será suficiente para promover un crecimiento significativo en la región.

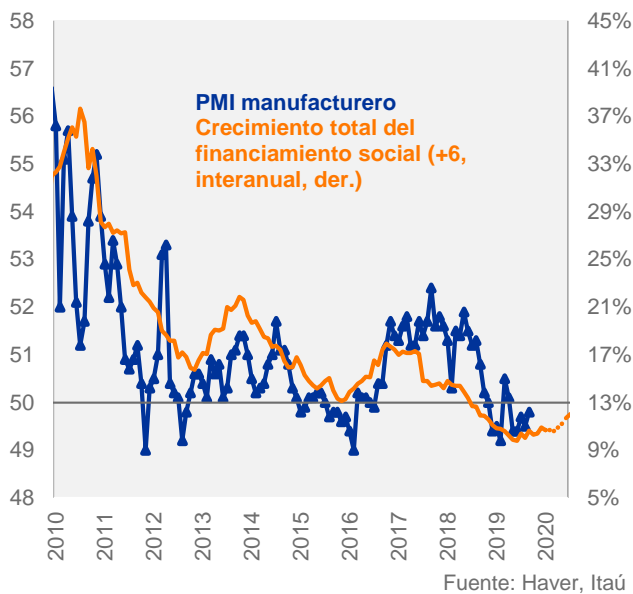
Mantenemos nuestras proyecciones para el PIB en 1,1% para 2019 y 0,8% para 2020. Para ambos años, revisamos a la baja nuestras estimaciones para el euro para fin de año, a 1,08 dólares/euro (desde 1,10 dólares/euro), dado que el BCE se muestra más conciliador y que existen riesgos de desaceleración.

China: frágil estabilización

La actividad económica fue débil durante el 3T19. La guerra comercial ha afectado a las exportaciones y al sector manufacturero, mientras que la infraestructura no ha respondido a los recientes estímulos y el sector inmobiliario ha comenzado a perder fuerza.

La respuesta de las autoridades parece tener como objetivo simplemente reducir la desaceleración, en lugar de brindar un impulso importante a la actividad. El Banco Central redujo la tasa de requerimiento de reservas 50pb, y 100pb adicionales para los bancos calificados, con el fin de apoyar a las pequeñas empresas. Todavía esperamos un recorte de 10 a 15pb en la tasa crediticia a mediano plazo para fin de año (probablemente noviembre). Es posible que estas medidas impulsen el crecimiento del crédito en sólo unos 2pp, a 13% interanual, en línea con una estabilización del PMI manufacturero (ver gráfico). También es probable que el impulso de la inversión en infraestructura sea modesto. 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.

El modesto impulso del crédito se encuentra en línea con la estabilización del PMI manufacturero.



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

La fortaleza del dólar estaría alcanzando su límite

La desaceleración de la economía estadounidense probablemente limitará el alza del dólar. La economía estadounidense sigue siendo relativamente sólida, aunque se está desacelerando. Preveamos que el crecimiento del PIB bajará a 1,5% para 2020 (desde 2,2% en 2019). La Fed mantendrá la flexibilización para mitigar los riesgos de recesión derivados de la desaceleración mundial.

Sin embargo, dados los riesgos de recesión mundial, es pronto aún para ver un dólar considerablemente más débil. China y las manufacturas mundiales se están desacelerando a medida que la guerra arancelaria y la incertidumbre política frenan las inversiones. La desaceleración china resulta peor para las economías de mercados emergentes pequeñas y abiertas, especialmente para las asiáticas. La manufactura alemana también está sintiendo la desaceleración de las inversiones de capital mundial. Turquía y Argentina sufren profundas recesiones debido a la debilidad de las políticas macro.

En resumen, estimamos que el dólar se encontrará más cerca de un máximo tras el significativo aumento observado desde 2011 (ver gráfico).

Nuestro análisis econométrico toma en cuenta los diferenciales de crecimiento entre Estados Unidos, Alemania y las economías de mercados emergentes en 2020, y los diferenciales de tasa de interés entre Estados Unidos y Alemania.

El dólar se encuentra más cerca de llegar al máximo tras el considerable aumento observado desde 2011



**Modelo basado en diferenciales del PIB (EUA, Alemania y ME excluido China) y diferenciales de tasa de interés a dos años (EUA y Alemania).

* Fuente: Reserva Federal

América Latina: profundización del ciclo de flexibilización

A pesar del turbulento entorno externo, algunas economías latinoamericanas están mostrando signos incipientes de recuperación. En Brasil, la tasa de interés de referencia Selic está bajando considerablemente, y la incertidumbre sobre la senda de la deuda pública se está flexibilizando. En consecuencia, estamos aumentando nuestra estimación de crecimiento para este año a 1,0% (desde 0,8% anteriormente) y a 2,2% para 2020 (desde 1,7%). Para Chile, ahora vemos cierto potencial al alza para nuestra proyección de crecimiento de 2,2% para este año. En conjunto, Chile y Brasil comparten una política monetaria expansiva. Colombia aún no ha sentido los efectos de la desaceleración mundial, y el crecimiento del consumo sigue siendo sólido, apoyado por el crédito, a pesar de que la tasa de política monetaria no está lejos de los niveles neutrales. De hecho, Colombia es una de las pocas economías que probablemente crecerá más en

2019 que el año pasado. En Perú, el crecimiento mejoró modestamente, pero la reciente crisis política probablemente afecte la recuperación, ya que genera retrasos en la ejecución fiscal y afecta la confianza. La economía mexicana continúa deteriorándose, con una disminución de la inversión (vinculada a la contracción fiscal y a la incertidumbre sobre las políticas microeconómicas y el comercio) que compensa con creces el modesto consumo y el crecimiento de las exportaciones. Redujimos nuestra proyección de crecimiento para este año a un modesto 0,3% (desde 0,4% anteriormente y una expansión de 2,0% el año pasado). Una normalización de la política fiscal el próximo año podría permitir cierta recuperación (a 1,1%). Por último, en Argentina, los resultados de las elecciones primarias generaron una fuerte depreciación de la moneda e incertidumbre sobre la política económica, que probablemente mantendrá a la economía en recesión en 2020, aunque esperamos una contracción menos intensa el próximo año (1,1%) respecto a este año (-2,5%).

En la mayoría de los países es probable que se observe una mayor flexibilización de la política monetaria a pesar del reciente debilitamiento de los tipos de cambio. La inflación sigue siendo baja en Chile, Perú y Brasil. En México, la inflación general se encuentra ahora en la meta, mientras que la inflación subyacente continúa firme, cerca del rango superior de la meta del Banco Central. Pero esto probablemente no durará mucho tiempo, en parte debido a una inercia más favorable (es decir, una inflación general más baja) y un débil crecimiento. Redujimos nuestras previsiones para la tasa de interés en Brasil (a 4,5% este año y 4,0% para 2020), mientras que en Chile es probable que el Banco Central lleve la tasa de política a 1,5% (desde 2,0%) antes de lo que esperábamos. Para México, proyectamos una mayor anticipación del ciclo de flexibilización (con un cambio en el ritmo de recorte de la tasa del Banco Central a 50pb en la última reunión de 2019, si no antes), y ahora prevemos una tasa de política en 6,0% para fines de 2020 (desde 6,25% en nuestro escenario anterior).

Proyecciones: Economía global

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P
Economía mundial								
Crecimiento del PIB Mundial - %	3,5	3,6	3,5	3,3	3,7	3,7	3,2	3,0
EUA - %	1,8	2,5	2,9	1,6	2,2	3,3	2,2	1,5
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
Tasas de interés y monedas								
Fed fondos - %	0,1	0,1	0,3	0,7	1,4	2,4	1,6	1,4
USD/EUR - final del período	1,37	1,21	1,09	1,05	1,20	1,15	1,08	1,08
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	99,5	99,5
Commodities								
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

En modo de espera

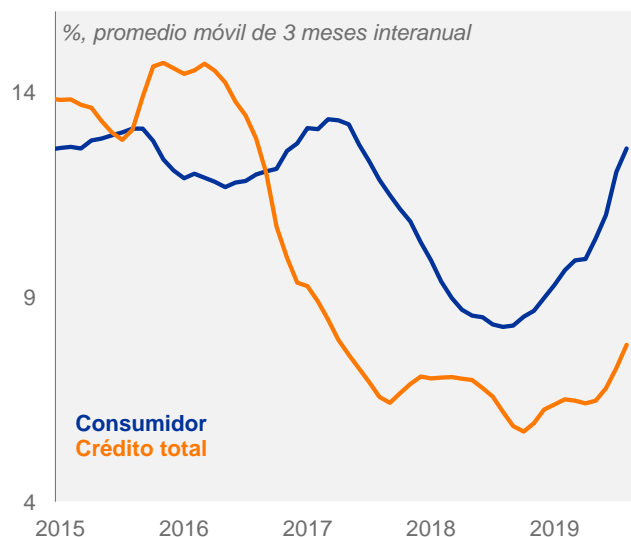
- ▶ La actividad al inicio del 2S19 siguió mostrando señales sólidas, en línea con nuestra expectativa de crecimiento del 3,0% este año (una recuperación con respecto al 2,6% en 2018). Sin embargo, los fuertes factores adversos externos sugieren que la actividad podría moderarse el próximo año (a 2,8%), considerando también la consolidación fiscal en curso y una modesta dosis de estímulo monetario, con la tasa de política monetaria probablemente sólo apenas debajo del nivel neutral.
- ▶ El Banco Central mantuvo la tasa de política en 4,25%. La junta se encuentra en modo de espera, evaluando la evolución de la inflación alta, la actividad resiliente, los riesgos de los desequilibrios externos contra la reducción del impulso externo y la moderación del mercado laboral. Prevemos tasas estables durante nuestro horizonte de proyección, aunque los recortes siguen siendo más probables que los incrementos.

Actividad sólida

El crecimiento en el 1S19 fue dinámico, a diferencia de sus pares en la región, y los datos hasta ahora en el 3T19 siguen siendo sólidos. El consumo ha sido fuerte, en línea con el creciente aumento del crédito al consumo. En el trimestre finalizado en julio, las ventas minoristas se expandieron un 8,0% interanual, frente a 6,5% en el 2T19 (5,7% en el 1S19), lo que marca la tasa de crecimiento más alta desde el 4T18. Las ventas minoristas subyacentes (excluidos combustibles y vehículos) resultan aún más impresionantes, con un aumento del crecimiento a 8,5% en el trimestre (7,2% en el 2T19). En el margen, las ventas minoristas (excluidas las ventas de combustible y vehículos) crecieron un 11,8% trimestral anualizado desestacionalizado, un ritmo básicamente estable con respecto al 1T19 y 2T19. La aceleración del crecimiento del crédito es un buen augurio para el desempeño del consumo. El crecimiento del crédito al consumo para el trimestre finalizado en agosto alcanzó el 13% interanual, el ritmo más veloz desde mediados de 2017.

Sin embargo, los indicadores del mercado laboral y de la confianza apuntan a una posible desaceleración del consumo a futuro. La tasa de desempleo total fue de 10,3%, 1,0pp más en doce meses, con una disminución del empleo de 1,2% interanual (un 1,6% menos en el 2T19 y un +0,5% en el 1T19).

Aceleración del crédito al consumo...



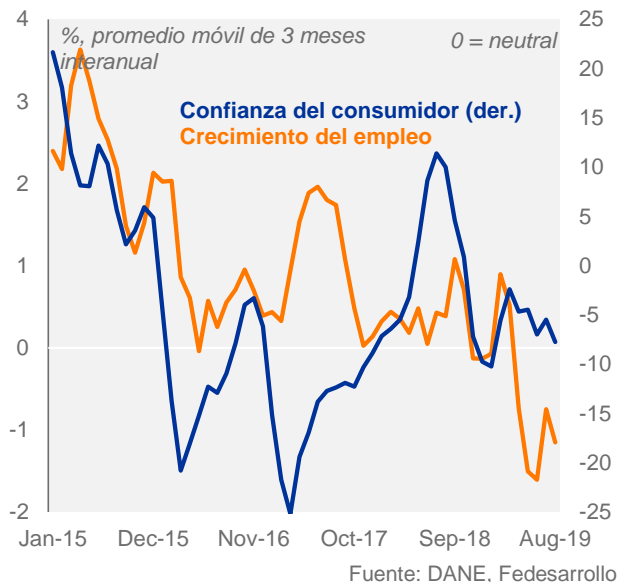
Fuente: Banrep

La manufactura también está mejorando, pero las tasas de crecimiento siguen siendo bajas. En el trimestre acumulado, la manufactura creció un 2,0% interanual (0,4% en el 2T19; 1,5% en el 1S19), y aumentó 1,1% desestacionalizado (0,9% en el 2T19; 2,5% en el 1S19). En el margen, el crecimiento de la manufactura se mantuvo básicamente estable, en 3,8% trimestral anualizado desestacionalizado. La modesta recuperación se encuentra en línea con el aumento de la confianza industrial y minorista.

Esperamos un crecimiento este año de 3,0%, desde 2,6% el año pasado. Sin embargo, se espera cierta moderación del crecimiento a futuro, especialmente teniendo en cuenta la desaceleración económica mundial. Esperamos un crecimiento de

2,8% en 2020. De hecho, hay signos negativos en el mercado laboral, como la caída de la participación en el mercado laboral y la continua destrucción del empleo. Mientras tanto, la confianza del consumidor continuó deteriorándose en agosto.

... mientras que otros factores que impulsan el consumo se deterioran



La percepción de riesgo y los grandes desequilibrios externos afectan al peso

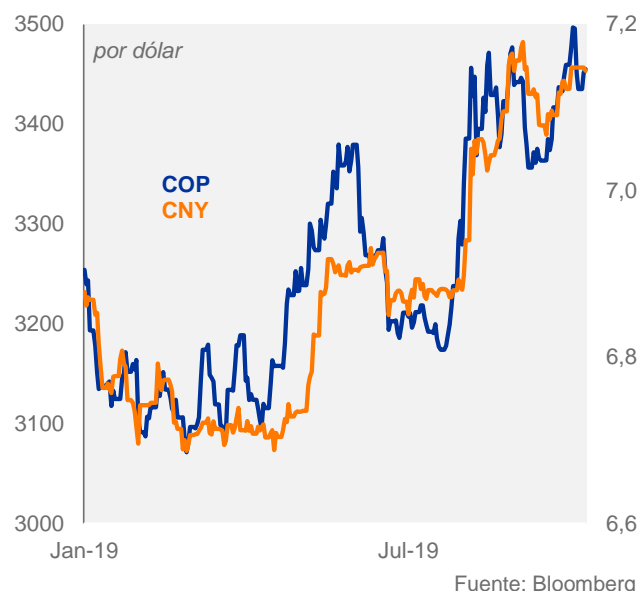
Un escenario mundial más complicado implica que probablemente persistan los desequilibrios de la cuenta externa de Colombia. El fuerte crecimiento de las importaciones en un entorno de débiles exportaciones generó un mayor incremento del déficit comercial. El déficit comercial acumulado de 12 meses aumentó a 9.200 millones de dólares con respecto a julio, el mayor déficit desde junio de 2017. En el margen, el déficit comercial es más amplio, 11.000 millones de dólares (anualizado) en el trimestre finalizado en julio, desde el déficit de 9.100 millones registrado en el 2T19.

Las importaciones en el trimestre finalizado en julio crecieron 1,7% (2,5% en el 2T19), aún lideradas por bienes de capital (7,3% interanual, estable con respecto al 2T19). Es probable que estos últimos persistan un poco más a medida que avanza la renovación de las flotas de autobuses de transporte público. Las importaciones de bienes de consumo se recuperaron, con un crecimiento de 3,9% tras caer 0,2% en el 2T19, lo que estuvo en línea con los sólidos datos de consumo. Mientras tanto, las

importaciones de bienes intermedios resultaron un claro obstáculo, con una caída de 2,6% (0,6% en el 2T19). Dadas las considerables tensiones mundiales, los precios de las materias primas se han visto afectados de forma negativa, lo que explica en parte la caída de dos dígitos de las exportaciones de carbón y petróleo. En el trimestre finalizado en julio, las exportaciones descendieron 5,3% (disminución de 1,2% en el 2T19). En el margen, las exportaciones se contrajeron a un ritmo acelerado de 21,2% trimestral anualizado desestacionalizado (+4,5% en el 2T19).

Esperamos un déficit de cuenta corriente de 4,3% del PIB este año (3,9% en 2018), con una moderación a 4,1% el próximo año a medida que se ajuste la demanda interna y el déficit de la renta de factores.

El COP se mueve en línea con el sentimiento global



El gran desequilibrio externo y los riesgos fiscales en un entorno de temores de desaceleración del crecimiento mundial llevaron al peso colombiano a debilitarse aún más (alcanzando los 3.500 por dólar). El presidente Juan José Echavarría calificó como "cómodo" un rango de 3.300 a 3.500 pesos por dólar, mientras que el codirector José Antonio Ocampo señaló que lo preocupante sería una notable transferencia a los precios al consumidor (aún por verse). Por otro lado, el ministro de Hacienda Carrasquilla (que también forma parte de la junta del Banco Central) expresó una opinión más cauta, sugiriendo que la intervención podría ser una posibilidad.

La inflación subyacente continúa bajo control

En septiembre, la inflación fue de 3,83% (3,75% anteriormente), acercándose al límite superior del rango en torno a la meta del Banco Central (2%-4%). La inflación, excluidos los precios de los alimentos y la energía, también aumentó, a 3,24% (3,15% anteriormente), la tasa más alta desde fines del año pasado en un entorno de aún elevada inflación del sector educativo, mientras que la inflación no transable (excluidos alimentos y precios regulados) se mantuvo estable, en 3,53% (3,52% anteriormente). La inflación transable (también excluidos alimentos y precios regulados) no refleja, al menos no por ahora, una fuerte transferencia cambiaria, aunque también ha estado aumentando, a 1,65% (1,51% anteriormente).

Todavía esperamos que la inflación cierre el año en 3,75% (3,18% en 2018) y retroceda a 3,4% el próximo año a medida que vayan desapareciendo los efectos del shock de oferta, ayudada por la brecha del producto aún negativa. Sin embargo, el aumento de las expectativas de inflación y los riesgos para la moneda representan un riesgo para el proceso de desinflación. En la encuesta a analistas de septiembre del Banco Central, las expectativas de inflación para 2019 se mantuvieron elevadas, en 3,70% (3,72% anteriormente), al igual que las perspectivas de inflación a un año de la inflación general, en 3,38% (3,36% en agosto).

Tasas estables, aunque menos expansivas

En la reunión de política monetaria de septiembre, los miembros de junta del Banco Central decidieron por unanimidad mantener la tasa en 4,25% y no brindaron indicios de un cambio en la actual situación de tasas estables. La tasa de política se considera moderadamente expansiva, una opinión expresada por la mayoría del directorio desde que alcanzó los niveles actuales (abril de 2018). Aun así, el presidente Echavarría señaló en la conferencia de prensa que anunció la decisión que la tasa neutral real probablemente había caído (alrededor de 20pb, a 1,2%) en un entorno de tendencias de la tasa a nivel mundial.

Se espera que la inflación vuelva a 3% durante el próximo año, a medida que se disipen los shocks de la oferta. Mientras tanto, el crecimiento en el 1S19 fue dinámico, y se proyecta una aceleración adicional para el 2S19. Sin embargo, el crecimiento de la actividad seguiría siendo insuficiente para cerrar la

brecha del producto. Si bien se analizó el deterioro de las condiciones mundiales, las minutas no presentaron el impacto potencial sobre la economía nacional. En cuanto al amplio déficit de cuenta corriente, la junta sopesó su financiación favorable frente a sus implicaciones negativas. Por ahora, el directorio destaca que la inversión extranjera directa está financiando el déficit de cuenta corriente, al tiempo que observa que la política monetaria mundial apoya las condiciones de financiación.

Esperamos que la tasa se mantenga estable el resto del año. El directorio está esperando para actuar, mientras observa la evolución de una alta inflación, una actividad sorprendentemente resistente, riesgos de desequilibrios externos con los posibles impactos de los obstáculos a nivel mundial y un mercado laboral moderado. Consideramos que la balanza de riesgos se inclina a recortes de la tasa en lugar de incrementos a futuro. Si el deterioro del escenario mundial se filtra en la economía local en los próximos trimestres, es probable que se consideren recortes de la tasa.

Avance del presupuesto 2020

A medida que avanza el proceso presupuestario, se ha desplegado la reasignación esperada hacia el gasto de inversión. La propuesta de presupuesto para 2020 de 271,7 billones de pesos (alrededor de 81.000 millones de dólares; un aumento interanual de 9%) fue aprobada por las comisiones económicas del Congreso y ahora se enfrenta a un debate antes de la fecha límite del 20 de octubre. El presupuesto de inversión pasó de 40,3 billones de pesos (alrededor de 11.600 millones de dólares) a 47,5 billones de pesos, compensado por una menor asignación a los gastos de servicio y operación de la deuda. Aunque el importe total de gasto del presupuesto no se puede modificar, todavía podría haber cambios de asignación antes de que finalice el proceso. Del presupuesto, es necesario obtener alrededor de 8,5 billones de pesos de la venta de activos (privatizaciones). Un peso más débil podría generar ingresos adicionales (a través de pagos de dividendos de Ecopetrol y derechos de importación).

El ministro de Hacienda Alberto Carrasquilla afirmó ante legisladores que se venderán "activos no estratégicos". La participación pública en la empresa de telecomunicaciones Telefónica (23%) está valuada 2,8 billones de pesos, mientras que una proporción similar podría provenir de las

participaciones en las compañías eléctricas. Se espera que el déficit restante se cubra mediante la optimización de las participaciones financieras del gobierno. El gobierno continúa apuntando a un déficit presupuestario de 2,2% del PIB para el próximo año (Itaú: 2,3%, dadas las perspectivas de crecimiento menos optimistas). Por último, persiste la inseguridad jurídica en materia de finanzas públicas, ya que la corte constitucional declaró inexecutable la actual ley de financiamiento a partir de 2020, lo que pone en riesgo los ingresos adicionales obtenidos a través del proyecto de ley aprobado en el 2018. El gobierno anunció que presentará de nuevo el proyecto de ley al congreso, para surtir el proceso antes de finalizar el año.

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	2,6	3,0	2,8
PIB nominal - USD mil millones	382	381	294	282	311	331	322	344
Población (millones de habitantes)	47,1	47,7	48,2	48,7	49,3	49,8	50,4	50,9
PIB per cápita - USD	8.100	7.997	6.098	5.791	6.307	6.641	6.392	6.766
Tasa de desempleo - media anual	9,6	9,1	8,9	9,2	9,4	9,7	10,3	10,0
Inflación								
IPC - %	1,9	3,7	6,8	5,8	4,1	3,2	3,8	3,4
Tasa de interés								
Tasa de referencia - final del año - %	3,25	4,5	5,75	7,50	4,75	4,25	4,25	4,25
Balanza de pagos								
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	-8,5	-8,7
Cuenta corriente - % PIB	-3,3	-5,2	-6,3	-4,3	-3,3	-3,9	-4,3	-4,1
Inversión extranjera directa - % PIB	4,2	4,2	4,0	4,9	4,5	3,3	4,2	3,6
Reservas internacionales - USD mil millones	43,6	47,3	46,7	46,7	47,6	48,4	53,0	57,0
Finanzas públicas								
Resultado nominal del gob. central - % del PIB	-2,3	-2,4	-3,0	-4,0	-3,6	-3,1	-2,6	-2,3
Deuda pública bruta del gob. central - % del PIB	37,1	40,2	45,0	46,0	47,0	50,6	51,7	52,4

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.