

Escenario macro - Colombia



Escenario Macro | 17 de septiembre de 2019

Economía global

Política monetaria responde, pero la incertidumbre se mantiene 2

Los recortes de tasa de la Fed, una mayor flexibilización por parte del BCE y un estímulo adicional en China podrían atenuar la desaceleración económica, aunque el crecimiento mundial sigue en riesgo, debido a las dificultades para que Estados Unidos y China lleguen a un acuerdo comercial.

Colombia

Aún desacoplada de la región..... 6

Ahora prevemos una tasa de política monetaria estable en 4,25% durante nuestro horizonte de previsión, en contraste con la norma de recortes de tasas en la región.

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 - %	0,8	0,8	1,7	1,7
BRL / USD (dic)	3,80	3,80	4,00	4,00
Tasas de interés (dic) - %	5,00	5,00	5,00	5,00
IPCA (%)	3,4	3,6	3,5	3,6

Argentina

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	-2,5	-1,4	-1,1	2,5
ARS / USD (dic)	70,00	52,00	98,00	64,00
BADLAR (dic) - %	55,00	42,50	35,50	29,75
Tasa de referencia - %	70,0	50,0	45,0	35,0
IPC - %	62,0	40,0	43,0	30,0

Colombia

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,0	2,6	2,8	2,8
COP / USD (dic)	3400	3400	3430	3430
Tasas de interés (dic) - %	4,25	4,00	4,25	3,50
IPC - %	3,8	3,8	3,4	3,2

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	0,6	1,1	1,5

México

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	0,4	0,6	1,1	1,1
MXN / USD (dic)	19,80	19,20	19,90	19,20
Tasas de interés (dic) - %	7,25	7,50	6,25	6,50
IPC - %	3,3	3,7	3,2	3,4

Chile

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	2,2	2,4	2,9	2,9
CLP / USD (dic)	715	700	700	690
Tasas de interés (dic) - %	2,00	2,00	1,50	2,00
IPC - %	3,0	2,8	2,8	2,9

Perú

	2019		2020	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	2,7	3,1	3,2	3,2
PEN / USD (dic)	3,38	3,35	3,43	3,38
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

Política monetaria responde, pero la incertidumbre se mantiene

- ▶ Estados Unidos y China están dialogando, aunque sigue siendo difícil que logren un acuerdo.
- ▶ Los recortes de la tasa de la Reserva Federal de Estados Unidos reducen los riesgos de recesión, aunque es poco probable que debiliten al dólar.
- ▶ El BCE también flexibiliza, aunque se necesita una respuesta fiscal.
- ▶ El estímulo de China permitiría una desaceleración gradual, pero no acelerará la economía.
- ▶ América Latina: Los recortes de tasas se extienden en la región; Argentina inicia un proceso de reestructuración de deuda.
- ▶ Commodities: Los precios agrícolas se vieron afectados por la guerra comercial.

Estados Unidos y China están dialogando, pero un acuerdo continúa siendo difícil

Funcionarios de Estados Unidos y China tienen el objetivo de reanudar las conversaciones comerciales a principios de octubre, aunque sigue siendo difícil lograr un acuerdo comercial. Es poco probable que el presidente Trump renuncie a los aranceles, una concesión importante, sin un amplio acuerdo comercial. China podría acordar aumentar las importaciones de bienes estadounidenses, abrir mercados, proteger la propiedad intelectual y establecer mecanismos de cumplimiento, pero quiere que Estados Unidos elimine todos los aranceles y no negociará su derecho soberano a introducir subsidios, ni aceptará las amplias restricciones comerciales y de inversión de Estados Unidos sobre las empresas tecnológicas de China.

Actualmente, los funcionarios de ambos departamentos de comercio están tratando de encontrar puntos en común para permitir conversaciones de alto nivel a principios de octubre. En una señal de buena voluntad, el presidente Trump ha retrasado hasta el 15 de octubre (desde el 1 de octubre) el alza de aranceles al 30% (desde 25%) sobre 250.000 millones de dólares. Y China ha señalado que reanudaría las compras de productos agrícolas estadounidenses.

Si estas conversaciones comerciales resultan exitosas, es probable que los aranceles previstos para el 15 de octubre se pospongan. Creemos que las opciones para los mercados son binarias. Estimamos que el tipo de cambio en mercados emergentes y las tasas de interés de Estados Unidos están recogiendo entre un 50%-65% de probabilidad

de tregua. Un acuerdo (parcial) que reduzca considerablemente el riesgo de nuevos aranceles eliminaría una gran preocupación de los mercados. Sin embargo, si aumentan los aranceles según lo programado (1 de octubre y 15 de diciembre), esperamos que los mercados liquiden y que las perspectivas mundiales empeoren.

Los recortes de la tasa de la Reserva Federal de Estados Unidos reducen los riesgos de recesión, aunque es poco probable que debiliten al dólar.

Es probable que el presidente de la Fed, Powell, "actúe según corresponda" para mitigar el probable contagio del escenario mundial sobre las perspectivas económicas de Estados Unidos. Anticipamos que la Fed introduciría dos recortes adicionales de la tasa de 25pb en 2019 para mitigar el riesgo de que la debilidad de las exportaciones y la inversión se extiendan a las nóminas de empleo y el consumo doméstico.

Los recortes de la tasa por parte de la Fed ayudan a mitigar el riesgo de recesión, pero no impiden una desaceleración económica. Estimamos que el crecimiento del PIB se reduzca a 1,5% en 2020, desde 2,2% en 2019, ya que la desaceleración de las exportaciones mundiales y la incertidumbre con respecto a las políticas seguirán pesando sobre las exportaciones y la inversión.

No obstante, es poco probable que la flexibilización de la Fed debilite el dólar. En primer lugar, porque los futuros de los Fondos de la Fed ya incluyen entre dos y tres recortes adicionales de tasa

en 2019. En segundo lugar, el crecimiento de Estados Unidos sigue siendo más fuerte en relación con el resto del mundo.

Flexibilización del BCE, es necesaria una respuesta fiscal

Continúan las débiles perspectivas de crecimiento e inflación. Después del crecer 0,2% intertrimestral en el 2T19 (desde 0,4% en el 1T19), los sólidos registros iniciales y posteriormente los datos débiles hasta agosto, como el PMI, todavía indican que es probable que el crecimiento continúe siendo débil en los próximos trimestres. Los riesgos externos a la baja, derivados de la escalada de la guerra comercial entre Estados Unidos y China y la incertidumbre con respecto al Brexit, siguen siendo elevados, mientras que la demanda interna se desaceleró un poco en el 1S19, aunque se mantiene resistente. Como resultado, la inflación subyacente se mantiene muy débil, en 0,9% interanual en agosto, y las expectativas de inflación (medidas como inflación implícita a cinco años) se encuentran en sus mínimos históricos de 1,2% interanual.

El BCE introdujo una flexibilización en respuesta al deterioro de las perspectivas. El Banco Central introdujo un nuevo paquete de estímulo que incluye: i) un recorte de 10pb sobre la tasa de depósito a -0,50%; (ii) ajuste en el lineamiento futuro; (iii) un sistema de dos niveles sobre las tenencias excedentes de reservas de los bancos; (iv) eliminación de un diferencial de 10pb sobre las tasas para operaciones de financiamiento a plazo más largo con objetivos específicos (TLTRO); y (v) compras de activos (QE, flexibilización cuantitativa) de 20.000 millones de euros por mes sin límite, hasta "poco antes de subir las tasas".

Sin embargo, tememos que la política monetaria no sea suficiente. La política monetaria ya es muy expansiva y el crédito se está expandiendo a un buen ritmo. Dada la ya considerable cartera del BCE y las tasas de interés en territorio negativo, las medidas anunciadas podrían no proporcionar mucho impulso adicional.

El estímulo fiscal de los países centrales ayudaría, aunque todavía no hay indicios claros de que los mismos se vayan a introducir. El debate parece estar aumentando en Alemania. El superávit fiscal es de alrededor del 1,6% del PIB, con una deuda del 62% y una disminución de 3pp al año. Funcionarios

gubernamentales han indicado a los medios que podría implementarse algún impulso fiscal (alrededor de 50.000 millones de euros, 1,5% del PIB) en caso de crisis económica. Fuera de una crisis, podría haber un leve aumento del gasto (5.000 millones de euros) relacionado con la protección climática. No está claro si este valor aumentaría en caso de que Alemania registre otra caída del PIB en el 3T19.

Revisamos nuestra proyección de crecimiento del PIB levemente al alza en 2019 a 1,1% (desde 1,0%), dadas las revisiones históricas, y la reducimos a 0,8% en 2020 (desde 1,0%). Nuestra proyección para el euro a fin de año se mantiene en 1,10 dólares/euro.

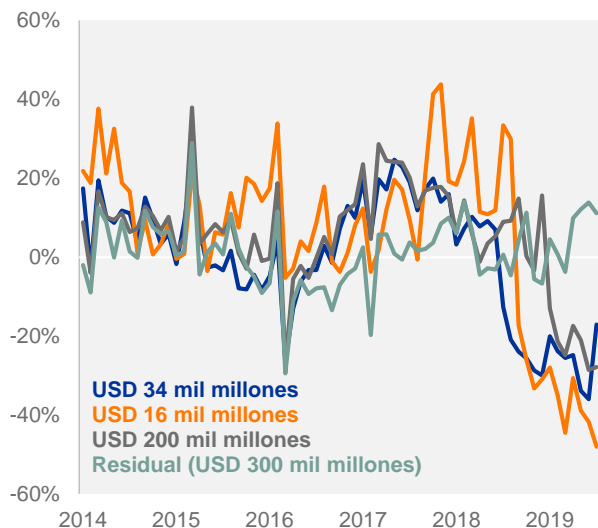
Los estímulos de China suavizarán la desaceleración, pero no acelerarán la economía

La actividad continúa débil y los PMI manufactureros están en territorio contractivo. Las exportaciones y la actividad manufacturera se están debilitando debido a la guerra comercial, mientras que la infraestructura no ha respondido a los recientes estímulos y el sector inmobiliario ha comenzado a perder fuerza. Los PMI manufactureros volvieron a caer a cerca de 49 en agosto, lo que refuerza un escenario de frágil crecimiento.

Las autoridades respondieron, pero consideramos que esto mitiga la desaceleración en lugar de brindar un considerable impulso a la actividad. El Banco Central redujo la tasa de requerimiento de reservas en 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 de facilidad de crédito a mediano plazo para fin de año. Para impulsar la inversión en infraestructura, el Consejo de Estado instó a los gobiernos locales a cumplir sus cuotas de emisión de bonos especiales (LGSB) para finales de septiembre; todos los fondos deben asignarse a los proyectos correspondientes para fines de octubre. Sin embargo, los fondos no deberían utilizarse en áreas relacionadas con las reservas de tierras y el sector inmobiliario. Es probable que estas medidas generen finalmente una modesta mejora en el crecimiento del crédito (+1pp a 12%) y la infraestructura FAI (+4pp a 7%) para fin de año. Este escenario continúa en línea con una gradual desaceleración. Reiteramos nuestra proyección de que es poco probable que se anuncie un importante paquete de crédito/vivienda, debido a preocupaciones con la estabilidad financiera.

Otra ronda arancelaria reduciría aún más la actividad económica. Las exportaciones de China a Estados Unidos, afectadas por los aranceles, han disminuido significativamente (ver gráfico).

Exportaciones de China a Estados Unidos afectadas por tarifas



Fuente: USITC, Itaú

Por ahora, mantenemos nuestras estimaciones de crecimiento del PIB en 6,2% en 2019 y 5,7% en 2020.

América Latina: Los recortes de tasas se extienden en la región; Argentina inicia un proceso de reestructuración de deuda

El crecimiento sigue siendo débil en toda la región y la flexibilización monetaria se generaliza. En agosto, hubo recortes de tasas en México y Perú, mientras que el Banco Central de Chile redujo su tasa de política monetaria en 50pb por segunda vez este año a principios de septiembre, y mantuvo un sesgo expansivo (ahora prevemos que el ciclo de flexibilización finalizaría en Chile con una tasa de política monetaria en 1,5%, lo que implica 50pb por debajo del nivel actual). En Brasil, es probable que este mes se recorte la tasa 50pb. Por otro lado, en Colombia, el crecimiento ha sido sorprendentemente resistente a la desaceleración mundial y la inflación está subiendo, principalmente debido a factores transitorios. En este contexto, ya no esperamos recortes de la tasa en Colombia, considerando también el amplio déficit de cuenta corriente del país.

En Argentina, el gobierno sufrió una importante derrota en las elecciones primarias, lo que desencadenó otra ronda de deterioro de los precios de los activos. Sin acceso a los mercados para renovar la deuda, el gobierno pospuso los pagos de los bonos a corto plazo bajo legislación local (tanto en moneda local como extranjera). El Banco Central además introdujo controles de capital. Como resultado, es probable que la economía tenga un desempeño significativamente peor de lo que esperábamos anteriormente, con una mayor inflación. El contagio al resto de la región sigue siendo limitado.

Commodities: Los precios agrícolas se vieron afectados por la guerra comercial

El índice de commodities de Itaú (ICI) disminuyó un 7,9% en agosto en un escenario de guerra comercial e incertidumbre con respecto al crecimiento. Proyectamos un incremento de 2,4% en los niveles de precios del ICI para fin de 2019.

Los precios agrícolas cayeron cerca del 9% en el último mes. Hemos revisado levemente a la baja nuestros precios de fin de año, ya que la reciente escalada de la guerra comercial indujo presiones a la baja sobre casi todos los precios de los commodities. Proyectamos que los precios del maíz ascenderán a 390 dólares/bushel y los de la soja a 890 dólares/bushel para fin de 2019.

Mantuvimos nuestra proyección para el precio del petróleo sin cambios en relación con los niveles actuales. Estimamos que los precios del Brent y del WTI de 60 dólares/barril y 55 dólares/barril, respectivamente, probablemente establezcan la producción de la OPEP/Estados Unidos y equilibren el mercado del petróleo en 2019.

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	1,7	1,4
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	105,0	105,0
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

Aún desacoplada de la región

- ▶ La actividad se revisó considerablemente al alza en el 1T19, y el consumo y la inversión se mantuvieron sólidos en el 2T19. Por lo tanto, ahora prevemos un crecimiento de 3% este año (2,6% anteriormente; 2,6% el año pasado). Mantenemos nuestra previsión de crecimiento de 2,8% para 2020 dados los obstáculos a nivel mundial que debilitan la economía.
- ▶ Aún esperamos que la inflación cierre el año en 3,75% (3,18% en 2018). A futuro, la reversión de los choques de oferta sobre los precios de los alimentos, las expectativas de inflación a mediano plazo básicamente ancladas y una brecha del producto todavía negativa generarían desinflación el próximo año. Aún así, ahora prevemos una inflación de 3,4% para fin de 2020 (3,2% anteriormente).
- ▶ Ahora proyectamos una tasa de política estable en 4,25% durante nuestro horizonte de previsión. Anteriormente, esperábamos un ciclo de flexibilización de 75pb totales siempre y cuando la desaceleración de la demanda mundial generara una creciente debilidad económica y mantuviera contenidas las presiones inflacionarias. Sin embargo, los choques de oferta sobre la inflación y un nivel de actividad mejor de lo esperado en lo que va del año, en un escenario de amplios déficits gemelos, nos han llevado a cambiar nuestra proyección. Aunque seguimos creyendo que la balanza de riesgos se incline a recortes de la tasa en lugar de subidas a futuro.

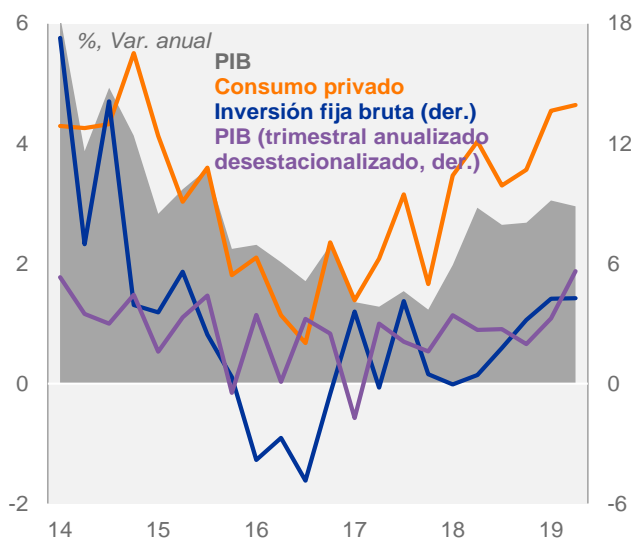
La actividad aún no se ha debilitado

La actividad en el 2T19 se vio apoyada por la demanda interna, mientras que las exportaciones se moderaron. En el segundo trimestre del año, la actividad creció un 3,0% interanual, mientras que el crecimiento se revisó al alza a 3,1% en el 1T19 (desde 2,8%). Como resultado, el crecimiento en el primer semestre del año fue de 3,0% (2,6% en 2018). Ajustado por efecto calendario, el crecimiento fue mayor en el 2T (3,4% interanual). Además, en el margen, la actividad en el 2T19 se aceleró a 5,6% trimestral anualizado desestacionalizado, desde 3,3% en el 1T19 (revisado al alza desde 0,0%).

El consumo privado y la inversión impulsaron la actividad. La inversión fija bruta aumentó un 4,3% interanual, básicamente estable con respecto a la revisión al alza del primer trimestre. El consumo total se moderó con respecto al 4,4% del 1T19 a 4,2% en un entorno de desaceleración del consumo público (a 1,9% desde 3,3% en el 1T19), mientras que el consumo privado se mantuvo estable, en 4,6%. Las exportaciones netas continuaron lastrando la actividad a la baja en el trimestre, aunque las importaciones subieron un 8,2% (desde un 9,7% revisado a la baja en el trimestre anterior), y las exportaciones se moderaron a 3,0%, desde 3,9% en el 1T19. Por el lado de la oferta, el comercio lideró el crecimiento, mientras que la construcción registró el mayor

crecimiento desde el 2T14 en obras civiles (impulsadas por los avances en proyectos de inversión 4G). Por otro lado, la disminución de la producción de carbón significó que el crecimiento del sector de recursos naturales se moderó a 1,4%, desde 3,4%.

Fuerte demanda interna



Fuente: Dane, Itaú

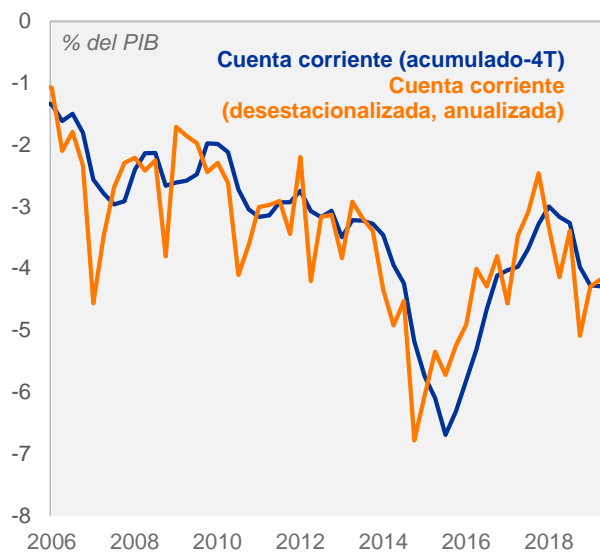
Sin embargo, se espera cierta moderación del crecimiento. La caída de la participación y la continua destrucción del empleo siguen reflejando la debilidad del mercado laboral. Mientras tanto, la mala percepción de los consumidores, el aumento de la inflación y un peso más débil apuntan a un menor crecimiento del consumo en los próximos trimestres.

Dados los datos revisados de la actividad en el 1T19 y un nivel todavía fuerte en el 2T19, hemos revisado nuestra previsión de crecimiento para 2019 desde 2,6% a 3,0%. Para 2020, continuamos esperando que la actividad crezca un 2,8% debido a los vientos en contra a nivel mundial.

Amplio déficit de cuenta corriente en el 2T19

Una recuperación de la demanda interna generó un déficit de cuenta corriente aún amplio en el 2T19. El déficit de cuenta corriente acumulado de 4 trimestres asciende a 4,3% del PIB, estable con respecto al 1T19, pero aún por encima del 3,3% en 2017 y del 3,9% en 2018.

Déficit de cuenta corriente estable en 2T19



Fuente: Banrep, Itaú

La inversión extranjera directa aumentó modestamente con respecto al 2T18, mientras que la inversión en cartera aumentó considerablemente en medio de la emisión de deuda pública. La inversión directa en Colombia creció 0,4% interanual en el 2T19, y la mayor parte de la inversión proviene de la minería, la manufactura y el sector financiero. Los flujos acumulados de 4 trimestres ascendieron a 4,0% del

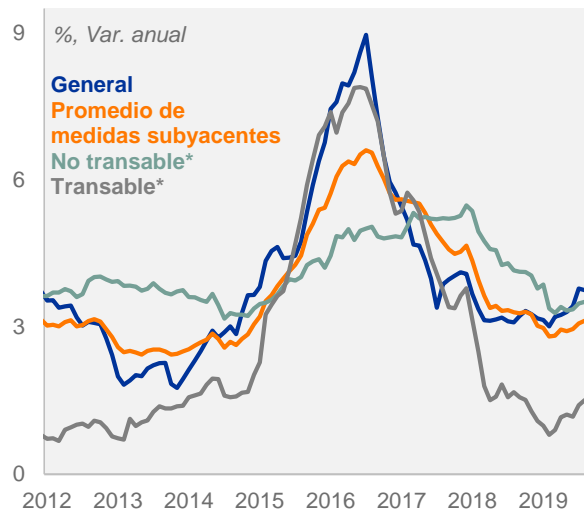
PIB (desde 3,5% en 2018), mientras que la inversión directa neta subió 0,9pp con respecto a 2018 a 2,9% del PIB, aún insuficiente para cubrir por completo el déficit de cuenta corriente. Por otro lado, la inversión en cartera en el 2T19 fue la más alta desde el 4T17, lo que generó un saldo neto de cartera acumulado de 4 trimestres de 0,7% del PIB (0,4% en 2018).

Esperamos que el déficit de cuenta corriente se mantenga amplio en 4,3% del PIB este año (desde 3,9% el año pasado). El gran déficit de cuenta externa, junto con las preocupaciones fiscales, significa que el peso colombiano se encuentra vulnerable. Prevemos un tipo de cambio a 3.400 pesos/dólar para fin de año con cierto debilitamiento adicional el próximo año, a 3,430 pesos/dólar.

Aumento de la inflación subyacente

En agosto, la inflación bajó desde 3,79% en julio a 3,75%, cerca del límite superior del rango alrededor de la meta del Banco Central (2%-4%). La moderación de los precios de la energía (a 4,54% frente a 5,65% en julio) ayudó a generar un registro más bajo. Mientras tanto, la inflación, excluidos los precios de alimentos y energía, se aceleró a 3,15% (3,08% anteriormente), pero se mantuvo cerca de la meta de 3%, en línea con el promedio de las distintas medidas subyacentes. La inflación no transable (excluidos alimentos y precios regulados) se mantuvo básicamente estable, en 3,52%, mientras que las presiones inflacionarias transables (también excluidos alimentos y precios regulados) sólo subieron 0,1pp, a 1,51% en agosto, a pesar de la reciente depreciación peso colombiano. En el margen, la inflación en los últimos tres meses (desestacionalizada y anualizada) repuntó a 5,2% desde 4,4% en el 2T18, impulsada por bienes no durables (que incluyen alimentos), y también se aceleró la inflación subyacente, a 4,2% desde 3,7%.

Según la encuesta mensual del Banco Central a analistas, la expectativa de inflación para fin de 2019 subió a 3,72% (3,55% previamente). El aumento responde a la persistencia de los choques de oferta, en particular al componente de alimentos, ya que las previsiones de inflación, excluido este punto, se mantuvieron básicamente sin cambios en 3,31% para 2019. Las perspectivas de inflación a un año subieron a 3,36% (3,30% anteriormente), mientras que la expectativa de inflación para el horizonte a dos años pasó desde 3,08% en julio a 3,11%. Las expectativas de inflación, excluidos los precios de alimentos, se mantuvieron estables en la meta de 3,0% en dos años.

Mayor inflación

* Excluidos precios de alimentos y regulados

Fuente: Dane, Itaú

Esperamos que la inflación cierre el año en 3,75% (3,18% en 2018). A futuro, la reversión de los choques de oferta sobre los precios de los alimentos, las expectativas de inflación a mediano plazo básicamente ancladas y una brecha del producto todavía negativa generarían desinflación a futuro. Ahora prevemos una tasa de fin de año de 3,4% para el próximo año (3,2% anteriormente).

Poca probabilidad de recorte

Como los datos macro no muestran un debilitamiento económico, la inflación general aumenta y el déficit de cuenta corriente sigue siendo amplio, el Banco Central descarta la implementación de recortes de la tasa. No hubo reunión de política monetaria en agosto, pero los comentarios de los directores del Banco Central reforzaron la estimación de que el directorio no considera que haya margen para implementar una flexibilización adicional. La co-directora Ana Fernanda Maiguashca reiteró que las perspectivas de inflación del Banco Central no brindan margen para aumentar el estímulo monetario. Maiguashca sostiene que el nivel actual de la tasa de política es suficiente para sostener la demanda, mientras que el aumento de las expectativas de inflación no resulta (aún) una preocupación. Mientras tanto, el presidente Echavarría parecía tratar de disipar cualquier posible expectativa de subida de la tasa a futuro. Destacó que la transferencia del peso a los precios ha sido menor que en años anteriores, mientras que, a pesar del reciente

aumento, debido principalmente a los choques de oferta, la inflación se mantiene en niveles aceptables. También señaló que la mayor inflación impidió el debate en el directorio sobre los recortes de tasa.

Ahora prevemos una tasa de política estable en 4,25% durante nuestro horizonte de previsión. Los choques de oferta sobre la inflación y un nivel de actividad mejor de lo esperado en lo que va del año nos han llevado a cambiar nuestra proyección anterior de un ciclo de flexibilización total de 75pb. De cualquier manera, seguimos creyendo que la balanza de riesgos se inclina a recortes de la tasa en lugar de subidas 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.

Complejo escenario político

La reforma fiscal de 2018 pende de un hilo. Al cierre del año pasado, la administración de Duque propuso una reforma fiscal para financiar el déficit presupuestario nacional. La versión aprobada de la ley aumentaría los ingresos en aproximadamente 0,7% del PIB, cerca de la mitad de la meta de ingresos inicial. De esta forma, a medida que las perspectivas fiscales se deterioraron, el gobierno implementó un congelamiento del gasto para garantizar la sostenibilidad fiscal. La situación se ha vuelto más incierta mientras la Corte Constitucional analiza una demanda que exige el rechazo del proyecto de ley por motivos procesales. El argumento sostiene que la reforma se debatió en la Cámara Baja sin haberse publicado en el boletín oficial, lo cual es un requisito constitucional.

La Corte debe definir si este argumento es adecuado para determinar la ilegitimidad de la reforma o si las medidas implementadas por el gobierno fueron suficientes. De considerarse inconstitucional, el gasto tendría que sufrir un recorte de alrededor del 0,7% del PIB. Un escenario alternativo es que la Corte decida un fallo menos severo y ordene al gobierno aprobar otra reforma fiscal antes de fin de año y permita que se sostengan los ingresos recibidos hasta este momento. En cualquier caso, teniendo en cuenta que el gobierno está apuntando a un déficit fiscal de 2,4% del PIB este año, hay cierto margen de maniobra, ya que el comité de regla fiscal elevó la meta para este año a 2,7% por costos de inmigración.

Mientras tanto, el elogiado acuerdo de paz de 2016 con las Fuerzas Armadas Revolucionarias de Colombia (FARC) enfrenta un gran desafío. Algunos disidentes del grupo guerrillero de las FARC anunciaron que una vez más habían tomado las armas. Un ex negociador durante el proceso de paz, Ivan Márquez, fundó el nuevo movimiento guerrillero, culpando al gobierno por no cumplir sus promesas. Si bien la gran mayoría de los ex combatientes todavía acatan el acuerdo, los últimos eventos podrían generar mayores deserciones. Recientemente, el Ejército de Liberación Nacional (ELN) aumentó los ataques a la infraestructura nacional desde que se firmaron sus respectivos procesos de paz a principios de este año.

Dado el limitado capital político del presidente Ivan Duque, es poco probable que se introduzcan reformas económicas o cambios considerables al acuerdo de paz. Una encuesta de Gallup a fines de agosto muestra que desde junio el nivel de aprobación se mantuvo estable, en un bajo 29%. Duque cuenta con mayoría en el Congreso, y dadas las inminentes elecciones locales en octubre y las generales de 2022, es probable que los congresistas eviten contribuir a iniciativas políticas (reformas fiscales y previsionales) que dificulten las posibilidades electorales.

**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.