

# Escenario macro - Colombia



Escenario Macro | 18 de noviembre de 2020

## Economía global

Vacunas y “Bidenomía” limitada: desafíos a corto plazo, aunque con alivio a mediano plazo ..... 2

Aunque Europa y Estados Unidos enfrentan desafíos a corto plazo con nuevas olas de coronavirus, el desarrollo de vacunas está progresando y la crisis pandémica probablemente terminará en 2021. En Estados Unidos, revisamos nuestras previsiones para el PIB a -3,5% para 2020 (desde -4,0%), tras un fuerte crecimiento en el tercer trimestre. En Europa, ahora estimamos una caída del PIB de 7,4% en 2020 (desde -7,0%), debido a que volvieron a imponerse cuarentenas.

## Colombia

Fin del ciclo de flexibilización ..... 6

La recuperación del 3T20 decepcionó, por lo que revisamos nuestra previsión del PIB a una contracción de 7% este año (desde -6%) y a un repunte de 4,7% el próximo año (antes: 4,5%). A pesar del complicado panorama fiscal, S&P y Fitch mantuvieron la calificación crediticia soberana del país en BBB-, aunque mantuvieron la perspectiva negativa. Debido a un cambio en la dirección en el Banco de la República y la voluntad de evaluar cómo responde la economía a las medidas de flexibilización, creemos que ha concluido el ciclo de recortes de tasa.

## Revisión de Escenario

### Mundo

	2020		2021	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	-3,4	-3,4	5,9	6,0

### Brasil

	2020		2021	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	-4,1	-4,5	4,0	3,5
BRL / USD (dic)	5,25	5,25	5,00	4,50
Tasas de interés (dic) - %	2,00	2,00	3,00	3,00
IPCA (%)	3,5	2,5	3,1	2,8

### Argentina

	2020		2021	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	-12,0	-12,0	4,5	4,5
ARS / USD (dic)	86,00	86,00	127,00	127,00
BADLAR (dic) - %	34,00	33,00	34,00	33,00
Tasa de referencia - %	38,0	38,0	38,0	38,0
IPC - %	37,0	37,0	50,0	50,0

### Colombia

	2020		2021	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	-7,0	-6,0	4,7	4,5
COP / USD (dic)	3650	3650	3650	3650
Tasas de interés (dic) - %	1,75	1,75	2,00	2,00
IPC - %	2,0	2,0	3,0	3,0

### Paraguay

	2020		2021	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	-2,0	-3,5	3,8	4,6
PYG / USD (dic)	6900	6900	7000	7000
Tasas de interés (dic) - %	0,75	0,75	2,00	2,00
IPC - %	1,5	1,5	3,0	3,0

### América Latina y el Caribe

	2020		2021	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	-7,2	-7,7	4,4	4,2

### México

	2020		2021	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	-9,0	-10,7	4,0	3,7
MXN / USD (dic)	21,00	21,00	20,50	21,00
Tasas de interés (dic) - %	4,25	4,25	3,50	3,50
IPC - %	3,9	3,8	3,2	3,2

### Chile

	2020		2021	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	-5,5	-5,5	5,5	5,5
CLP / USD (dic)	780	800	770	770
Tasas de interés (dic) - %	0,50	0,50	0,50	0,50
IPC - %	2,9	2,3	2,9	2,9

### Perú

	2020		2021	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	-12,6	-11,9	9,6	9,6
PEN / USD (dic)	3,60	3,50	3,40	3,40
Tasas de interés (dic) - %	0,25	0,25	0,25	0,25
IPC - %	1,6	0,9	1,9	1,2

### Uruguay

	2020		2021	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	-4,0	-4,0	4,4	4,4
UGY / USD (dic)	44,00	44,00	47,00	47,00
Tasas de interés (dic) - %	5,50	5,50	8,00	8,00
IPC - %	9,5	9,5	8,0	8,5

## Economía global

# Vacunas y “Bidenomía” restringida: desafíos a corto plazo, aunque con alivio a mediano plazo

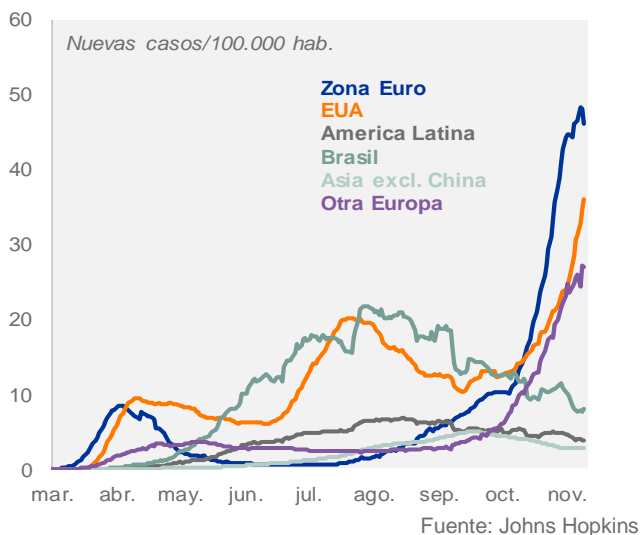
- ▶ Aunque Europa y Estados Unidos enfrentan nuevas olas del COVID-19, el desarrollo de una vacuna está progresando y la crisis pandémica probablemente terminará en 2021.
- ▶ Estados Unidos: La recuperación continúa en el 4T20. La “Bidenomía” restringida por el Senado significará un estímulo fiscal modesto, menores riesgos regulatorios y menos margen para políticas radicales.
- ▶ Es probable que el PIB europeo se contraiga 3,2% en el 4T20, debido a las nuevas cuarentenas, aunque esperamos que el crecimiento se reanude en 2021 (5,0%).
- ▶ China: la recuperación sigue en marcha.
- ▶ América Latina: Un escenario externo más positivo se enfrenta a desafíos internos.

### Virus: Ola del 4T20, aunque el desarrollo de vacunas está progresando y la crisis pandémica probablemente terminará en 2021

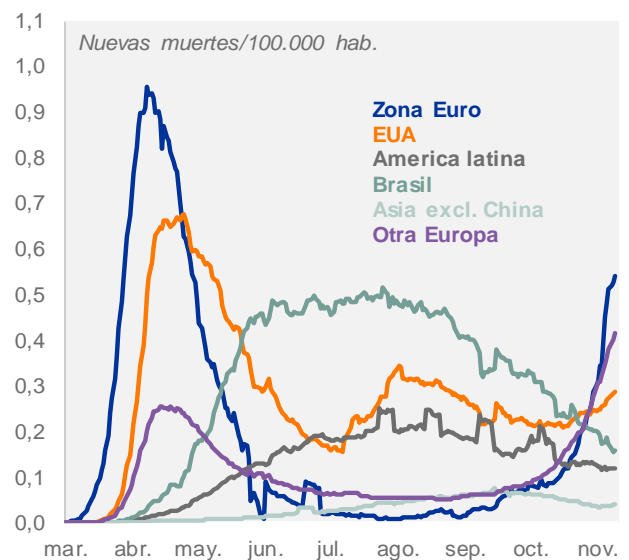
#### Una segunda ola en Europa ha generado que se renueven las cuarentenas, mientras que el riesgo de nuevas restricciones aumentó en Estados Unidos.

Los principales países europeos retomaron cuarentenas a nivel nacional para frenar la propagación del virus. Aunque las hospitalizaciones continúan aumentando, esperamos que los nuevos casos comiencen a estabilizarse a mediados de noviembre. En Estados Unidos, el riesgo de nuevas restricciones aumentó con un nuevo aumento de los casos y una reciente tendencia al alza de nuevas muertes, y los expertos prevén que la pandemia continuaría acelerándose con la temporada de gripe.

#### Los casos ya comienzan a moderarse en Europa...



#### ... Y las tasas de mortalidad aún no han aumentado drásticamente en Estados Unidos.



**Sin embargo, una vacuna exitosa parece estar cerca: Pfizer destaca haber logrado una eficacia del 90%.** Pfizer / BioNTech anunció que su vacuna experimental logró una eficacia de más del 90% en la prevención de infecciones. Las economías desarrolladas como Estados Unidos, Japón, el Reino Unido y la UE ya se han asegurado acuerdos para la distribución de millones de dosis. También se dice que la empresa conjunta tiene la logística lista para su distribución, lo cual es significativo dado que la vacuna debe almacenarse a temperaturas extremadamente bajas (alrededor de -70°C). Según declaraciones recientes, las empresas podrían comenzar la distribución a fines de 2020 y producir más de mil millones de dosis en 2021.

**También es probable que otras vacunas experimentales como Moderna, Astrazeneca y Sinovac informen resultados pronto.** Los dos últimos están programados para una amplia distribución en las economías emergentes. Brasil, China y otros países emergentes han asegurado contratos con Astrazeneca y Sinovac. La distribución mundial de vacunas en 2021 debería poner fin a la crisis del COVID-19 y consolidar la recuperación total.

## Estados Unidos: “Bidenomía” limitada por el Senado

### La recuperación económica continúa en el 4T20.

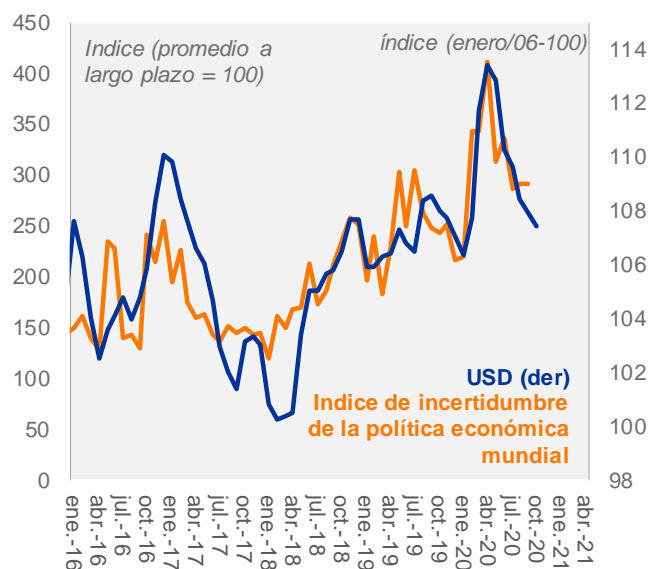
Tras un muy fuerte crecimiento en el 3T20 de 33,1% trimestral, la actividad continuó recuperándose gradualmente, como lo señala nuestro indicador de seguimiento de actividad diaria y los datos de confianza. A pesar de que no hay acuerdo sobre un nuevo estímulo fiscal entre el gobierno y el Congreso, las tasas de ahorro y la normalización del empleo han estado apoyando la recuperación del consumo y generarían un crecimiento positivo en el 4T20.

**La “Bidenomía” limitada por el Senado implicará un estímulo fiscal modesto, menores riesgos de regulación y políticas más predecibles.** Joe Biden fue elegido presidente después de alcanzar 290 delegados hasta ahora y aún se espera que logre 306, a la espera de la confirmación de los resultados en Georgia, frente a los 232 de Trump. El Senado, sin embargo, permanece indeciso: Los republicanos retienen 50 escaños, los demócratas 48 escaños y 2 escaños en Georgia se disputarían en una segunda vuelta el 5 de enero. En nuestra opinión, es probable que los republicanos obtengan al menos un escaño y mantengan el control de la Cámara Alta. Por ello, creemos que las políticas de Biden serán más predecibles y moderadas, favoreciendo un dólar más débil (ver gráfico), mientras que un Congreso dividido limitará la agenda económica de Biden, permitirá sólo un estímulo fiscal modesto y bloqueará la aprobación de nuevas regulaciones.

### Sin embargo, incluso un menor estímulo, combinado con la distribución y el uso generalizado de vacunas, implicará un crecimiento robusto en 2021.

Después de que Pfizer confirmara la posibilidad de distribución de vacunas en diciembre, además de otras vacunas experimentales que también podrían seguirla, es probable que el repunte económico se consolide en 2021 a una recuperación completa para fin de año. En este escenario, incluso un estímulo modesto es muy positivo y también ayudará a consolidar la recuperación.

## Menor incertidumbre política debilitaría al dólar



Fuente: Haver Analytics, Bloomberg

**Revisamos nuestra proyección de crecimiento a -3,5% para 2020 (desde -4,0%) y la mantuvimos en 4,0% para 2021.**

**Los bonos del Tesoro de Estados Unidos se recuperaron desde niveles extremadamente bajos, aunque la señal del Fed de que no introduciría cambios hasta 2023 limita los riesgos al alza.** La tasa norteamericana a 10 años se recuperó desde los mínimos de 0,5%-0,6% a principios de agosto, a 0,9%-1,0% hoy, aunque seguirá limitada por una postura moderada del Fed y la falta de un estímulo fiscal importante proveniente de un Senado republicano.

## Europa: Otra contracción, antes de que se reanude el crecimiento en 2021

**Las nuevas cuarentenas harán que el PIB del 4T caiga 3,2% trimestral.** Se impusieron cuarentenas a nivel nacional en varias grandes economías, como Alemania, Francia y el Reino Unido, y provocarán una caída del PIB del cuarto trimestre, como ya señalamos en nuestro indicador de seguimiento de actividad diaria. Aunque la cuarentena representará en promedio alrededor de un tercio del choque del PIB del 2T (-11,8%), creemos que el crecimiento caerá menos esta vez debido a una mejor convivencia social con el virus.

**Sin embargo, es probable que las vacunas permitan una reapertura más amplia en el 1S21 y el estímulo del fondo de recuperación respaldará el crecimiento en 2021.** Utilizando los mismos parámetros de la primera ola, los casos del COVID-19 deberían comenzar a estabilizarse en toda Europa a mediados de noviembre y es probable que las cuarentenas se flexibilicen a fines de diciembre. El uso de fondos de recuperación también debería comenzar en el 1S21, lo que agregará un estímulo al crecimiento el próximo año.

**Revisamos a la baja nuestras estimaciones de PIB para este año a -7,4% (desde -7,0%) y a 5,0% para 2021 (desde 6,0%).** Revisamos nuestra proyección de tipo de cambio EUR/USD a la baja a 1,20 en 2020 (desde 1,22) y mantenemos nuestra estimación de 1,25 para 2021.

### China: Recuperación en marcha

**Esperamos un crecimiento en 2020 de 2,1% (desde 2,3%), después de que el PIB resultara un poco más bajo de lo que esperábamos en el 3T.** El crecimiento del consumo resultó decepcionante, ya que el PIB del tercer trimestre creció 4,9% interanual, frente a una expectativa de 5,5%.

**Sin embargo, la recuperación de China sigue en marcha, impulsada por una mayor reapertura de la economía debido al control de virus y la normalización del mercado laboral.** El consumo repuntó en septiembre y octubre, lo que indica una mejora más generalizada y elimina los temores de una recuperación sólo del lado de la oferta. Seguimos estimando una recuperación del crecimiento en el 4T20 y un crecimiento en 2021 de 7,5%.

**El nuevo Plan Quinquenal señaló un crecimiento más bajo, aunque enfocado por mayor calidad, con un enfoque en la "doble circulación".** La "estrategia de doble circulación" se centra en impulsar la demanda interna y diversificar las cadenas de suministro, sin dejar de abrir la economía. Hasta ahora, los comentarios de las autoridades chinas sobre los ingresos y las metas de crecimiento han indicado una meta de crecimiento de alrededor del 5% para los próximos años. Se revelará más información el 21 de marzo.

Teniendo en cuenta los planes chinos que apuntan a una menor dependencia de las exportaciones y, por lo tanto, la tolerancia a una mayor apreciación del renminbi, revisamos nuestra proyección para el renminbi a 6,60, desde 6,70 en 2021.

### América Latina: Un escenario externo más positivo se enfrenta a desafíos internos.

**La apertura económica continúa avanzando en América Latina a medida que el cae contagio en la mayoría de los países.** En algunos países, la actividad se está desempeñando mejor de lo que esperábamos. En este contexto, aumentamos nuestras proyecciones de PIB para Brasil y México (las dos economías más grandes de la región) a -4,1% (desde -4,5%) y -9,0% (desde -10,7%), respectivamente, para este año. Para 2021, ahora esperamos que ambas economías se expandan 4,0%. En Brasil, el repunte está vinculado a fuertes estímulos (tanto fiscales como monetarios), mientras que en México -donde los estímulos han sido modestos (especialmente, los fiscales)- el motor es la economía estadounidense. Sin embargo, en Perú y Colombia, el ritmo de recuperación fue más lento de lo que esperábamos anteriormente, y redujimos nuestras proyecciones de PIB para este año a -12,6% (desde -11,9%) y a -7,0% (desde -6,0%), respectivamente.

**El avance de las vacunas y el resultado de las elecciones presidenciales en Estados Unidos han creado un entorno más favorable para los mercados emergentes, beneficiando a las monedas latinoamericanas.** Las sólidas posiciones de la cuenta corriente también sugieren un margen para la apreciación del tipo de cambio en países como Brasil, México y Chile. Sin embargo, es probable que la incertidumbre interna (fiscal o política) continúe siendo un factor de compensación, frenando un mayor fortalecimiento de la moneda.

**La política monetaria en los países con regímenes de metas de inflación se encuentra en pausa, luego de las decisiones recientes de mantener la tasa sin cambios en México y Colombia.** Sólo en México esperamos nuevos recortes de la tasa de interés el próximo año, una vez que la inflación caiga más claramente hacia la meta, dada la amplia brecha del producto y la tasa de interés real aún positiva.

**En Argentina, el gobierno tomó medidas en la dirección de la ortodoxia económica (aumento de la tasa de interés y reducción del endeudamiento del Banco Central), aunque aún falta un programa de consolidación fiscal creíble como herramienta para llevar al país a un equilibrio macroeconómico más benigno (incluida una menor inflación, menos controles sobre los precios y sobre las compras de divisas y acceso a los mercados financieros y de capital extranjeros).**

## Proyecciones: Economía global

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P
<b>Economía mundial</b>								
Crecimiento del PIB Mundial - %	3,6	3,5	3,3	3,7	3,7	1,8	-3,4	5,9
EUA - %	2,5	2,9	1,6	2,4	2,9	2,4	-3,5	4,0
Zona del Euro - %	1,4	1,9	1,8	2,7	1,9	1,3	-7,4	5,0
Japón - %	0,0	1,3	0,5	2,2	0,3	0,8	-4,0	2,2
China - %	7,4	7,0	6,8	6,9	6,6	6,1	2,1	7,5
<b>Tasas de interés y monedas</b>								
Fed fondos - %	0,1	0,3	0,7	1,4	2,4	1,6	0,1	0,1
USD/EUR - final del período	1,21	1,09	1,05	1,20	1,15	1,12	1,20	1,25
YEN/USD - final del período	119,8	120,4	117,0	112,7	109,7	108,6	104,4	102,0
Índice DXY (*)	90,3	98,6	102,2	92,1	96,2	96,4	92,9	90,3
<b>Commodities</b>								
Índice CRB - a/a - %	-2,9	-15,1	12,0	1,5	-3,8	-4,5	5,9	2,7
Índice CRB - var. media anual - %	1,1	-14,0	-1,3	6,9	-0,6	-6,0	-2,4	7,5
Índice de Commodities Itaú (ICI) - a/a - %	-27,5	-28,4	27,5	3,5	-2,2	4,8	-8,0	2,7
Índice de Commodities Itaú (ICI) - media anual - %	-10,2	-32,7	-6,4	13,3	10,2	-4,0	-10,4	5,3
Metales - var. media anual - %	-14,9	-29,7	-2,6	25,1	3,1	5,4	2,0	-1,1
Energía - var. media anual - %	-5,2	-44,7	-14,5	21,4	24,1	-11,2	-29,7	7,0
Agrícolas - var. media anual - %	-13,6	-16,0	-0,4	-1,5	0,7	-2,1	2,5	9,6

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

### Fin del ciclo de flexibilización

- ▶ La economía completó un segundo mes sin cuarentena obligatoria, aunque la propagación del coronavirus se aceleró durante octubre y regresaron las protestas callejeras. En resumen, el capital político del gobierno se está erosionando después de un breve alivio durante el inicio de la pandemia, lo que obstaculiza el camino de una muy necesaria reforma tributaria.
- ▶ A pesar del complicado panorama fiscal, las agencias calificadoras confirmaron el grado de inversión de Colombia. S&P y Fitch mantuvieron la calificación crediticia soberana del país en BBB-, aunque mantuvieron la perspectiva negativa.
- ▶ Si bien la confianza empresarial y la recuperación del empleo fueron evidentes al cierre del tercer trimestre del año, el ritmo de recuperación económica resultó decepcionante, lo que nos llevó a revisar nuestra previsión del PIB a una contracción de 7% este año (desde -6%). Bajo el supuesto de que la economía permanece abierta, los empleos se recuperan y los beneficios del estímulo monetario se materializan, prevemos un repunte a 4,7% el próximo año (4,5% en nuestro escenario anterior).
- ▶ Tras un extenso ciclo de flexibilización, la Junta directiva del Banco de la República acordó mantener estable la tasa, en 1,75%. Debido a un cambio en la dirección en el Banco de la República y la voluntad de evaluar cómo responde la economía a las medidas de flexibilización, creemos que ha concluido el ciclo de recortes de tasa.

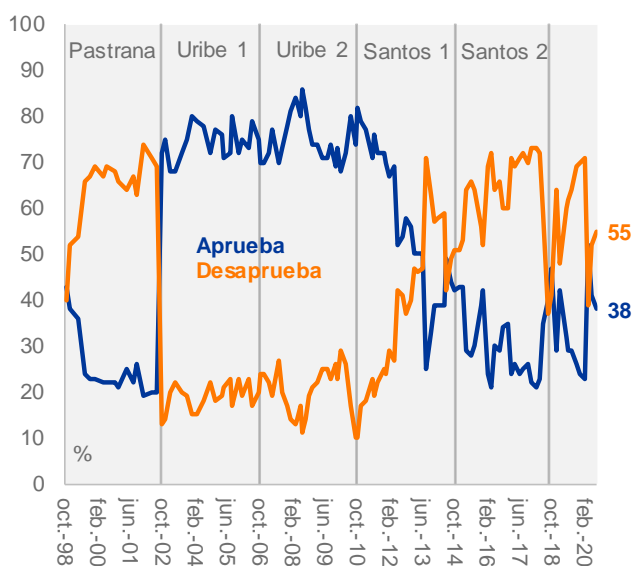
### Se consolida la reapertura económica, aunque hay señales de alerta

**A medida que la economía se reabre, el registro de nuevos casos se acelera.** Según el centro de estudios Fedesarrollo, el 84,5% de las empresas industriales indicaron que la actividad empresarial en octubre estaba operando con normalidad, frente a 80,6% el mes anterior. Sin embargo, las reuniones de grupos grandes de personas siguen estando prohibidas, por lo que los bares, clubes nocturnos y estadios deportivos enfrentan restricciones. No obstante, según nuestros cálculos, la tasa de reproducción nacional superó el 1,0 desde hace algunas semanas, lo que implica una propagación acelerada que las autoridades vigilarán de cerca. De hecho, el Ministerio de Salud no descartó la posibilidad de que el país vuelva a una cuarentena si continúan aumentando los nuevos casos.

**Con la flexibilización de las medidas de distanciamiento social, se reanudan las protestas.** A pesar de que inicialmente se benefició políticamente de la respuesta al coronavirus, el presidente Duque ha visto caer su índice de aprobación, ya que la economía continúa débil y las medidas de asistencia se ven limitadas por una situación fiscal precaria. Según la encuesta bimensual de Gallup, el índice de desaprobación de Duque subió a 61% en octubre, desde 55% en agosto (el mínimo del ciclo fue de 39% en abril). Además, el 74% de los encuestados cree que

la situación actual está empeorando, frente al 69% de la encuesta anterior. Mientras tanto, miles de personas salieron a las calles durante las últimas semanas pidiendo más ayuda durante la pandemia. El partido político de las FARC también está saliendo a las calles para exigir más seguridad tras los asesinatos de algunos de sus miembros. En resumen, el bajo capital político y el malestar social suponen un desafío para la probabilidad de que el gobierno logre una reforma tributaria significativa antes de las elecciones de 2022.

Mayor erosión del capital político



Fuente: Gallup

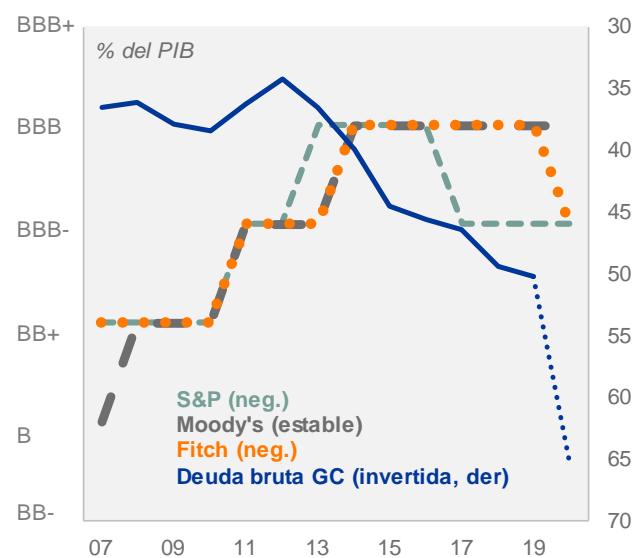
## Se mantiene el grado de inversión

### Standard & Poor's y Fitch confirmaron la calificación crediticia soberana del país en BBB-, aunque ambos mantuvieron la perspectiva negativa.

Por el lado positivo, las agencias de calificación notaron que el país tiene una democracia estable e instituciones que han sostenido políticas económicas predecibles y una gestión macroeconómica prudente, al tiempo que anticipan que continuará el pragmatismo en las políticas económicas destinadas a mantener las perspectivas de crecimiento económico a largo plazo y abordar el reciente debilitamiento de las finanzas públicas. Las agencias de calificación destacan el régimen de tipo de cambio flexible y la flexibilidad de la política monetaria como amortiguadores clave contra los choques externos, al tiempo que señalan que la calificación está limitada por la alta deuda externa de Colombia y las volátiles condiciones comerciales, aunque estos factores se ven mitigados por el acceso del gobierno a una línea de crédito flexible ampliada recientemente con el FMI (por un total de 17.200 millones de dólares).

**La justificación para la perspectiva negativa fueron los riesgos relacionados con el escaso crecimiento.** La débil actividad de este año y sólo una moderada recuperación económica en 2021 podrían erosionar el perfil financiero de la deuda soberana. Si bien las agencias calificadoras esperan que el gobierno tome medidas para contener los déficits fiscales futuros a medida que se reduzca el impacto de la pandemia, señalan el limitado capital político para reunir apoyo en el Congreso para una importante reforma tributaria en 2021, que aún no se ha presentado. Se podría revisar la perspectiva de negativa a estable dentro de los próximos 12 a 18 meses si la administración estabiliza la economía y fortalece la política fiscal, incluidos los ajustes de deuda. Mientras tanto, los principales riesgos que podrían conllevar a una reducción de la calificación provienen de un prolongado periodo de débil desempeño económico y un inadecuado ajuste fiscal que no logre estabilizar y luego aliviar la carga de la deuda soberana. Las decisiones de Fitch y S&P, junto con la calificación de Moody's de Colombia en Baa2 (perspectiva estable), implican que Colombia mantiene una calificación de grado de inversión de las tres principales agencias calificadoras.

### Escenario fiscal precario



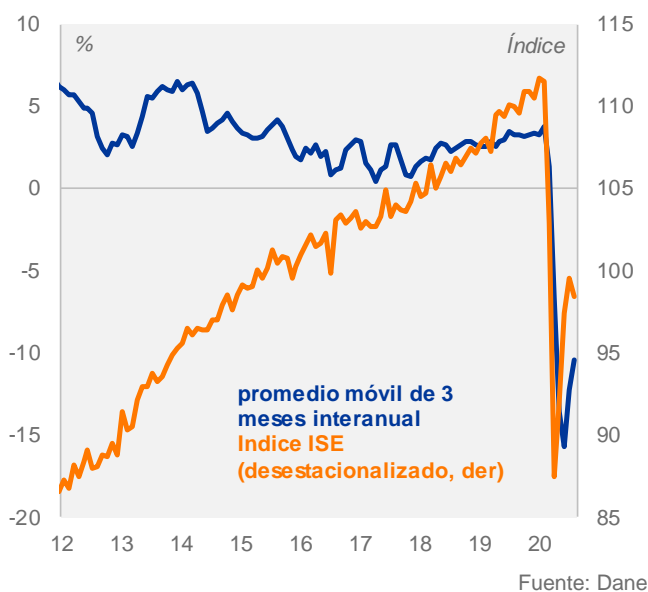
Fuente: S&P, Moody's, Fitch, Itaú

## Actividad débil y señales de tasa estable a futuro

**La recuperación de la actividad se estancó en agosto, con un retroceso del indicador mensual coincidente (ISE) con respecto a los niveles de julio.** El indicador cayó 10,6% interanual, un retroceso más profundo que el descenso de 9,7% del mes anterior. En el margen, la actividad general cayó de julio a agosto (un 1,2% mensual desestacionalizado), la primera caída mensual desde abril. El repunte de la confianza industrial y una confianza minorista menos pesimista, junto con la recuperación del empleo, respaldan la expectativa de que la recuperación se reanude a futuro, aunque a un ritmo más gradual de lo que habíamos anticipado.

**A pesar de la debilidad de las importaciones, la corrección del déficit comercial sigue siendo limitada.** La baja demanda interna generó una reducción de más de un cuarto de las importaciones en agosto, aunque la continua debilidad de las exportaciones de materias primas impidió una corrección más rápida del desequilibrio externo. El déficit comercial acumulado de 12 meses se sitúa en 10.100 millones de dólares, sólo levemente menor que el déficit de 10.800 millones de dólares registrado en 2019.

### La recuperación de la actividad se detuvo en agosto



**En octubre, la inflación sorprendió a la baja, gracias a la debilidad de la demanda interna.** La inflación anual cayó a 1,75%, desde 1,97% en septiembre, arrastrada por la contracción del precio de la energía de 3,61% (-2,49% en septiembre) debido a la caída del precio de la electricidad en algunas regiones del país. Sin embargo, incluso tras excluir los precios de alimentos y energía, la inflación también se moderó a 1,85%, desde 1,92% en septiembre. Dentro de este grupo, los bienes durables, que incluyen un importante componente transable, continuaron siendo un motor clave de la inflación, con un comportamiento básicamente estable de 2,88% interanual. Mientras tanto, la inflación de servicios bajó 7pb, a 2,13%. Por otro lado, las expectativas de inflación se mantienen básicamente ancladas. La perspectiva de inflación a un año pasó a 2,8% (2,73% en septiembre), mientras que la correspondiente a dos años se mantuvo estable en 3,06%.

**Tal y como lo anticipaba el consenso del mercado, la Junta directiva del Banco de la República mantuvo estable la tasa de política, en 1,75%, la primera vez que decide no introducir cambios desde el inicio del ciclo de flexibilización de 250pb en marzo.** Se trata de la señal más clara hasta ahora de que este es el comienzo de una pausa prolongada. La decisión contó con el apoyo unánime del directorio (frente a la división de 4 a 3 en septiembre). Mientras tanto, el Gerente Echavarría anunció que no buscaría un segundo mandato al frente del Banco después de que concluya su periodo de cuatro años este año (citando razones personales). Esperamos que

Echavarría participe en las dos últimas reuniones del año antes de que finalice su mandato. Durante este período, la Junta directiva elegirá un reemplazo (no es un nombramiento político, como los cargos de codirector). El proceso de selección comienza con una larga lista en la que cada uno de los seis codirectores, sin incluir al Gerente, propone cuatro candidatos para el cargo. Mediante un proceso de eliminación, se llega a una lista reducida definitiva de tres candidatos. En una ronda final, en la que participa el actual Gerente, se elige a su sucesor.

### El débil comienzo del 2S20 apunta a una caída más profunda del PIB

**Ahora esperamos una caída más profunda del PIB este año.** Si bien la reapertura de la economía a partir de septiembre ayudaría al proceso de recuperación, la decepcionante actividad al inicio del 2S20 nos lleva a revisar nuestras expectativas de crecimiento a la baja. Ahora esperamos que la economía colombiana se contraiga 7,0% este año, comparado con 6,0% en nuestro escenario anterior (+3,3% en 2019). Para 2021, una tracción favorable y un mejor entorno externo podrían generar un crecimiento del PIB de 4,7% (frente a 4,5% en nuestro escenario anterior).

### Las cuentas fiscales continúan bajo presión.

Seguimos esperando un déficit fiscal de 8,2% del PIB este año, desde 2,5% en 2019. La presión social por un mayor gasto es alta, como se evidencia en las protestas recientes, y es poco probable que disminuya en el corto plazo, ya que la población sufre los efectos económicos de la pandemia. Recortar el gasto será más difícil a medida que Colombia salga de la crisis del COVID-19 y se acerquen las elecciones.

**Esperamos una reducción gradual del déficit de cuenta corriente de 4,3% el año pasado a 3,2% del PIB en 2020.** La debilidad de las condiciones comerciales significa que los desequilibrios externos de Colombia persistirán. Sin embargo, el debilitamiento de la demanda interna y la depreciación del peso impulsarían cierta corrección del déficit de cuenta corriente. En este contexto, mantenemos nuestras proyecciones de tipo de cambio en 3.650 pesos/dólar para finales de 2020 y 2021. Según el viceministro de Hacienda, Colombia activará los 5.300 millones de dólares de la Línea de Crédito Flexible (LCF) del Fondo Monetario Internacional a un ritmo paulatino para evitar generar turbulencias en los mercados de divisas; estas fuentes ya estaban incluidas en el plan fiscal del gobierno, por lo que es poco probable que el impacto del desembolso sobre el mercado de divisas sea disruptivo.



**Vemos que la inflación cerraría el año cerca del límite inferior del rango de 2%-4% del Banco Central.** La eliminación de las medidas gubernamentales para hacer frente a la pandemia (incluidos los subsidios a los servicios públicos y las medidas de alivio del IVA), una moneda débil y la reapertura de la economía probablemente significarían presiones a la baja derivadas de la amplia brecha del producto. Prevemos que la inflación cerraría el año en 2,0%, desde 3,8% en 2019, y llegaría al 3% el próximo año a medida que se reduce gradualmente la brecha del producto.

**Creemos que la Junta mantendrá la tasa estable durante algún tiempo, mientras evalúa cómo responde la economía a la reapertura de la economía.** Además, el anuncio de la salida del Gerente Echavarría probablemente respalde la estabilidad, al menos durante el período de sucesión. Sin embargo, no podemos descartar más recortes en el futuro si resulta decepcionante la recuperación de la actividad y retroceden las expectativas inflacionarias. En resumen, prevemos que la tasa de interés se mantendrá en 1,75% durante el resto del año y durante la mayor parte del próximo año.

**João Pedro Bumachar**  
**Carolina Monzón**  
**Miguel Ricaurte**

## Proyecciones: Colombia

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P
<b>Actividad económica</b>								
Crecimiento real del PIB - %	4,5	3,0	2,1	1,4	2,5	3,3	-7,0	4,7
PIB nominal - USD mil millones	381	294	282	311	333	324	275	300
Población (millones de habitantes)	47,7	48,2	48,7	49,3	49,8	50,4	50,9	51,4
PIB per cápita - USD	7.997	6.098	5.791	6.308	6.692	6.421	5.402	5.847
Tasa de desempleo - media anual	9,1	8,9	9,2	9,4	9,7	10,5	16,5	14,0
<b>Inflación</b>								
IPC - %	3,7	6,8	5,8	4,1	3,2	3,8	2,0	3,0
<b>Tasa de interés</b>								
Tasa de referencia - final del año - %	4,50	5,75	7,50	4,75	4,25	4,25	1,75	2,00
<b>Balanza de pagos</b>								
COP/USD - final del período	2.377	3.175	3002	2.932	3.254	3.287	3.650	3.650
Balanza comercial - USD mil millones	-6,2	-15,6	-11,1	-6,1	-7,1	-10,8	-6,5	-7,5
Cuenta corriente - % PIB	-5,2	-6,3	-4,3	-3,3	-3,9	-4,3	-3,2	-3,6
Inversión extranjera directa - % PIB	4,2	4,0	4,9	4,4	3,5	4,5	3,6	3,7
Reservas internacionales - USD mil millones	47,3	46,7	46,7	47,6	48,4	53,2	58,5	61,5
<b>Finanzas públicas</b>								
Resultado nominal del gob. central - % del PIB	-2,4	-3,0	-4,0	-3,6	-3,1	-2,5	-8,2	-5,2
Deuda pública bruta del gob. central - % del PIB	39,9	44,6	45,6	46,4	49,4	50,2	65,6	65,1

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.

Por consultas, sugerencias, quejas, críticas y cumplidos, comuníquese con el SAC de Itaú: 0800 728 0728. O contáctenos a través de nuestro portal <https://www.itaú.com.br/atenda-itaú/para-voce/>. Si no está satisfecho con la solución propuesta, comuníquese con el Defensor del Pueblo Corporativo de Itaú: 0800 570 0011 (de lunes a viernes de 9.00 a 18.00 hs.) o a nuestro correo postal a 67.600, São Paulo-SP, CEP 03162-971. Deficientes auditivos, todos los días, las 24h, al 0800 722 1722.

## 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.