

Escenario macro - Colombia



Escenario Macro | 14 de agosto de 2023

Economía global

Fin del ciclo de alzas en los MD 2

Los Bancos Centrales de MD señalan que se acercan al final del ciclo contractivo (Fed, BCE, Banco de Inglaterra), mientras que en los ME aplicaron recortes más agresivos (Chile y Brasil).

Colombia

Ciclo de flexibilización previsto para el 4T23 8

Ante menor impulso de la actividad y la aceleración del proceso de desinflación, esperamos que el Banco de la República inicie el ciclo de recortes en octubre, situando la tasa de política a fin de año en 12,25% (100pb por debajo de nuestra anterior previsión) y terminando el próximo año en 7,0% (50pb menos). Aunque se espera que la orientación de política monetaria cambie antes, seguirá siendo bien contractiva.

Revisión de Escenario

Mundo

	2021	2022	2023		2024	
			Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	6,3	3,4	3,0	3,0	2,8	2,7

Brasil

	2021	2022	2023		2024	
			Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	5,0	2,9	2,5	2,3	1,5	1,5
BRL / USD (dic)	5,57	5,28	5,00	5,00	5,25	5,25
Tasas de interés (dic) - %	9,25	13,75	11,75	11,75*	9,50	9,50
IPCA (%)	10,1	5,8	4,9	5,1	4,3	4,4

Argentina

	2021	2022	2023		2024	
			Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	10,7	5,0	-3,0	-3,0	-2,5	-2,5
ARS / USD (dic)	102,8	177,1	615,0	615,0	1100,0	1100,0
BADLAR (dic) - %	34,1	69,0	105,0	105,0	85,0	85,0
Tasa de referencia - %	38,0	75,0	110,0	110,0	90,0	90,0
IPC - %	50,9	94,8	160,0	160,0	90,0	90,0

Colombia

	2021	2022	2023		2024	
			Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	10,7	7,3	1,3	1,3	1,6	1,4
COP / USD (dic)	4070	4800	4100	4400	4300	4600
Tasas de interés (dic) - %	3,00	12,00	12,25	13,25	7,00	7,50
IPC - %	5,6	13,1	9,1	9,5	4,5	4,8

Fuente: Itaú.

América Latina y el Caribe

	2021	2022	2023		2024	
			Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB (%)	6,8	3,8	1,7	1,3	1,2	1,0

México

	2021	2022	2023		2024	
			Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	4,7	3,0	3,0	2,7	1,3	1,3
MXN / USD (dic)	20,53	19,50	18,00	18,00	19,00	19,00
Tasas de interés (dic) - %	5,50	10,50	10,75	10,75	8,00	8,00
IPC - %	7,4	7,8	4,5	4,5	4,2	4,2

Chile

	2021	2022	2023		2024	
			Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	11,7	2,4	-0,5	-0,4	1,8	1,5
CLP / USD (dic)	851	851	830	810	850	825
Tasas de interés (dic) - %	4,00	11,25	7,25	8,00	4,50	4,50
IPC - %	7,2	12,8	3,9	4,1	3,0	3,0

Perú

	2021	2022	2023		2024	
			Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	13,5	2,7	0,8	1,4	3,8	3,8
PEN / USD (dic)	4,00	3,81	3,70	3,70	3,80	3,80
Tasas de interés (dic) - %	2,50	7,50	6,75	7,00	4,00	4,00
IPC - %	6,4	8,5	3,8	4,0	2,8	3,0

Economía global

Fin del ciclo de alzas en los MD

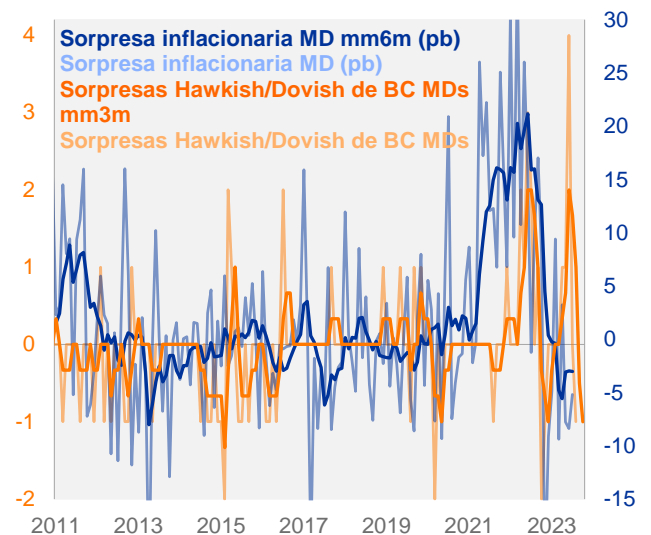
- ▶ Mundial: Los Bancos Centrales han dado giros hacia la moderación, donde los MD señalan que se acercan al final del ciclo contractivo (Fed, BCE, Banco de Inglaterra), mientras que los ME aplicaron recortes más agresivos (hasta ahora, Chile y Brasil).
- ▶ EE.UU.: La actividad sigue sólida (ahora prevemos el PIB crezca 2,1% en 2023, desde 1,7%, y se desacelera a 0,8% en 2024, desde 0,5%), con la inflación manteniendo su tendencia a la baja, lo que abre la posibilidad para que la Fed ponga fin al ciclo de alzas.
- ▶ Europa: Esperamos que el PIB crezca 0,5% en 2023, pero revisamos a la baja nuestra previsión para 2024 a 0,7% (desde 1,0%), con un sector manufacturero aún débil. El BCE señaló el final del ciclo de endurecimiento monetario con una tasa terminal en 3,75%.
- ▶ China: Bajamos nuestra proyección de crecimiento del PIB de 2023 a 5,1% (desde 5,4%), ya que persisten los problemas estructurales en el sector inmobiliario.
- ▶ América Latina: Los Bancos Centrales comienzan a recortar las tasas.

Mundial: la inflación sigue cayendo, con Bancos Centrales tomando decisiones más *dovish*.

Los principales bancos centrales de los mercados desarrollados indican que se acercan al final de sus ciclos de alzas. Tras revertirse la tendencia al alza de las sorpresas inflacionarias (ver gráfico de la izquierda), los bancos centrales de los MD moderaron el tono contractivo en su comunicación, sugiriendo el final de los ciclos de contracción. La Reserva Federal y el BCE se volvieron más moderados al no comprometerse de antemano a nuevas alzas, y mantener sus lineamientos *data-dependent*. Incluso el Banco de Inglaterra, que se ha enfrentado a presiones inflacionarias más altas que otros bancos, desaceleró el ritmo de alzas a 25pb e indicó que se asegurará de que la tasa sea "suficientemente restrictiva durante el tiempo suficiente" solo tras un único dato de inflación más suave.

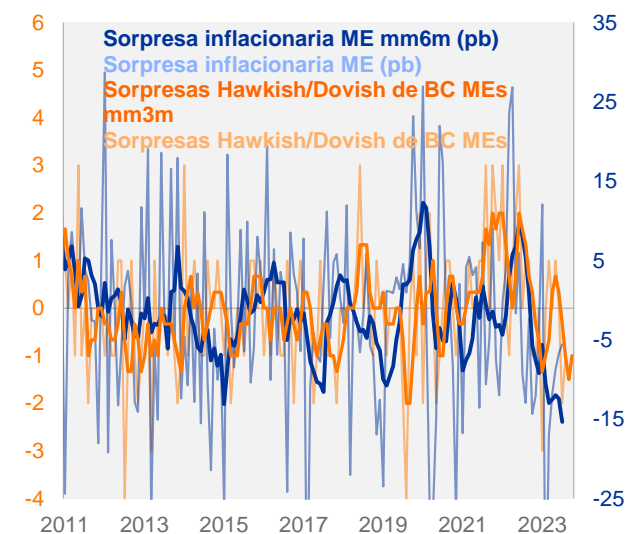
Al ser los primeros en subir las tasas, y considerando sorpresas inflacionarias a la baja, los ME ya iniciaron el ciclo de recortes, con algunos países efectuando recortes de tasa agresivos. El eje derecho del gráfico de sorpresas inflacionarias de los ME, muestra que la inflación ha sorprendido a la baja de forma más significativa, abriendo paso al inicio de los ciclos de recortes. En este sentido, a pesar de las expectativas de moderación y gradualismo, Chile y Brasil iniciaron la flexibilización con recortes más agresivos: 100pb y 50pb, respectivamente).

Sorpresas en los MD



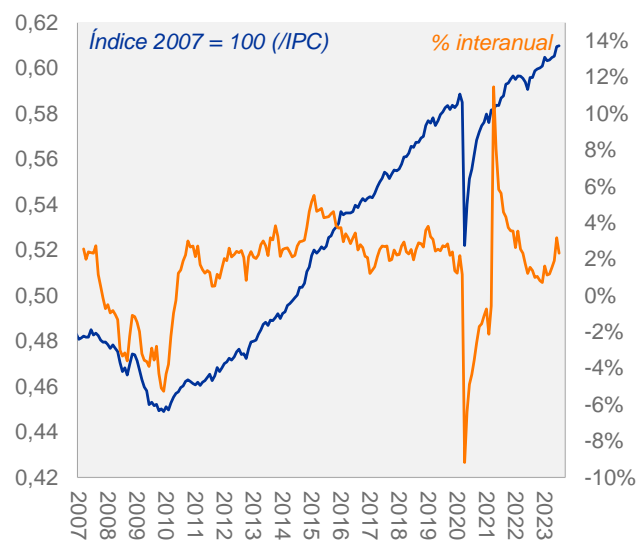
Fuente: BBG, Itaú

Sorpresas en los ME



Fuente: BBG, Itaú

Masa salarial real semanal



Fuente: BLS, Itaú

EE.UU.: se mantiene la expectativa de un aterrizaje suave, lo que ayudará a la Fed a poner fin al ciclo de alzas, aunque es improbable que dé lugar a recortes anticipados de tasas.

El crecimiento promedio fue de 2,2% trimestral anualizado desestacionalizado (t/t saar) en el 1S de 2023, y esperamos que este fuerte ritmo continúe en el tercer trimestre. Los datos de actividad siguen sólidos, con escasos signos de desaceleración. El PIB del 3T23 se situaría en 2,0% t/t saar, con los riesgos apuntando al alza. El crecimiento sigue apoyándose en la demanda interna (con un exceso de ahorro de los consumidores que sigue sirviendo de amortiguador), un empleo sólido y un aumento de los ingresos reales (ver gráfico). Indicadores complementarios, aunque siguen indicando una desaceleración, muestran mejoras en el último tiempo. Por último, el crecimiento del empleo se desaceleró, aunque sigue siendo fuerte. Con todo, estos datos indican que la economía goza de buena salud a pesar de la contracción monetaria, pudiendo soportar tasas más altas durante más tiempo.

Por otra parte, la inflación muestra una clara tendencia a la baja, y esperamos que continúe en los próximos meses. El IPC subyacente mantuvo un ritmo más lento de 0,2% mensual en julio (tras 0,16% en junio), aunque sigue siendo elevado en términos anuales (4,7% interanual en julio, desde 4,8% en junio). De todas maneras, se espera que siga desacelerándose hasta fin de 2023 (previsión de 3,5%). Por su parte, la inflación total se sitúa en 3,2% interanual, desde los máximos de 9,0% del año pasado. Los fundamentos de la inflación son favorables, donde además de signos continuos de deflación en el componente de bienes, la desaceleración de los salarios aliviaría las presiones sobre la inflación de los servicios.

Perspectivas de un aterrizaje suave ayudarán a la Fed a pausar las alzas, pero nos llevan a esperar recortes más tarde de lo que está implícito en las previsiones de mercado. Esperamos que la inflación se mantenga baja, junto a una actividad robusta de cara a la RPM de septiembre, pero este escenario sigue planteando interrogantes sobre si la Fed querrá implementar una última alza. Aunque un alza adicional se mantiene en nuestro escenario base, existe un mayor riesgo de que se produzca una pausa en esta reunión, donde las cifras de inflación más bajas podrían apuntar a pausar. Asimismo, un crecimiento robusto y un mercado laboral resiliente sugieren una demora en el inicio de recortes. Seguimos esperando un recorte recién en el 2S24.

El debate sobre el incremento de las tasas a largo plazo continuará, donde una tasa neutral más alta, una inflación persistente y la posibilidad de mayores premios por plazo serían los principales responsables.

Los rendimientos a largo plazo mundiales y estadounidenses subieron con fuerza en las últimas semanas (ver gráfico). Esto se debió, probablemente, a un aumento de las emisiones del Tesoro estadounidense, debido a mayores déficits fiscales y a la necesidad de reconstituir los saldos de caja. Además, otros factores que podrían explicar lo anterior consisten en una economía resiliente que podría mantener una inflación alta durante más tiempo, al debate sobre una tasa neutral más alta y al ajuste del control de la curva de rendimientos (YCC) por parte del Banco de Japón, con implicaciones mundiales. Desglosamos nuestro análisis del rendimiento a largo plazo en tres componentes: i) tasa real neutral; ii) inflación promedio a largo plazo (que podría ser la meta o no); y iii) premio por riesgo. Podríamos ver rendimientos a largo plazo en torno a 4,5% debido a un probable incremento moderado de la tasa real neutral (a 1,0% desde 0,5%), una inflación rígida en 3,0% y una prima a plazo volviendo a terreno positivo, posiblemente retornando al nivel de la Gran Moderación de 1,0%-1,5% (desde niveles negativos en el periodo de Estancamiento Secular; ver cuadro siguiente).

Esto coincide con nuestra previsión de un rendimiento del Tesoro a 10 años de 4,0% este año y de 3,5% el próximo.

Descomposición rendimiento EUA a 10 años

	Mayor neutral/ Inflación anclada	Mayor neutral/ Mayor inflación	Mayor neutral/ Mayor premio
Total	3,50%	4,50%	5,50%
FFR real	1,00%	1,00%	1,50%
Inflación promedio	2,50%	3,00%	3,00%
Premio por plazo	0,00%	0,50%	1,00%

Europa: el PIB crecería 0,5% en 2023 y 0,7% en 2024.

El PIB del 2T23 subió 0,27% trimestral (0,0% anterior), pero el sector manufacturero aún tiene espacio para estabilizarse. Sin el dato volátil de Irlanda (+3,3%, 2,8% anteriormente), el crecimiento del PIB fue de 0,1% (0,0% anterior). A pesar de que no hay un desglose de la demanda en la publicación preliminar, los datos por países mostraron señales más positivas para el consumo de los hogares. Sin embargo, datos

mensuales complementarios siguen siendo negativos, especialmente para el sector manufacturero. El PMI manufacturero bajó a 42,7 (43,4 anteriormente) en julio y el de servicios también se moderó a 50,9 (52 anteriormente), resultando en un PMI compuesto por debajo del umbral neutral de 50 (48,6, 49,9 anteriormente), y sugiriendo un PIB para el 3T23 inferior a 0% (ver gráfico).

En cuanto a la inflación, en julio el IPC total bajó a 5,3% interanual (5,5% anteriormente), y la subyacente se mantuvo estable en 5,5%. El desglose muestra que los precios de energía (-6,1% interanual, -5,6% anteriormente), los alimentos (10,8% interanual, 11,6% anteriormente) y los bienes (5,0%, 5,5% anteriormente) mantienen una tendencia a la baja. Por otra parte, los servicios siguen bajo presión, aumentando 5,6% (5,4% anteriormente). Esperamos que la inflación total descienda a 3,1% a fin de año y a 2,1% en 2024, mientras que la inflación subyacente se moderará a 4,6% a fines de 2023 y a 2,2% en 2024.

En su reunión de julio, el BCE subió la tasa en 25pb a 3,75%, y no se comprometió a otra alza en septiembre. En el comunicado, el BCE cambió el lineamiento de que la tasa "se llevará" por "se mantendrá" "en niveles suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario para lograr un retorno oportuno de la inflación a la meta de 2% a mediano plazo". En la conferencia de prensa, la presidenta Lagarde confirmó que el cambio de verbo era intencional y que en la próxima reunión se considerará una pausa o un alza, reforzando que la decisión dependerá de los datos.

En resumen, consideramos que el BCE puso fin a su ciclo de alzas, con la tasa terminal en 3,75% (4,0% anteriormente). Prevemos que el BCE estará más preocupado por la moderación de la actividad, y con una posición más cómoda sobre la inflación, en base a señales más claras de que la inflación subyacente tocó techo. Mantenemos nuestra previsión del euro/dólar para fin de año en 1,10.

China: es improbable que los estímulos revertan la desaceleración estructural (bajamos nuestra previsión del PIB de 2023 desde 5,4% a 5,1%) y superen los desafíos del sector inmobiliario.

Primeros indicios de que el sector manufacturero tocó fondo... El PMI manufacturero de julio subió 0,3 p.p. a 49,3, con un buen desglose: nuevos pedidos +0,9 p.p. a 49,5 (pedidos de exportación estables, pero los pedidos nacionales subieron 1,4 p.p. a 50,9), empleo y producción -0,1 p.p. a 48,1 y 50,2, respectivamente. A su vez, los componentes principales mostraron perspectivas positivas: la diferencia entre los nuevos pedidos y los inventarios subió a 3,2 (2,5 anteriormente) y la producción/negocios previstos subió a 55,1 (53,4 anteriormente), lo que sugiere que es probable que el ciclo manufacturero bajista esté tocando fondo. Por el otro lado, el PMI no manufacturero fue más débil de lo previsto (51,5, 53,5 anteriormente). Tanto los servicios (51,5, 52,8 anteriormente) como la construcción (51,2, 55,7 anteriormente) siguieron debilitándose en julio.

...pero ninguna mejora en el sector inmobiliario, ya que sus desafíos parecen ser estructurales. Las ventas de viviendas (jun: -28,1% interanual, -19,7% anteriormente) y la construcción (-31,3% interanual, -28,5% anteriormente) siguen débiles. En nuestra opinión, existe una tendencia estructural a la baja en el sector, ya que las ventas/construcción habrían alcanzado sus máximos entre 2017-19. Además, las autoridades chinas se mostraron dispuestas a reducir la dependencia económica del sector inmobiliario desde la contracción de 2021. Por lo tanto, esperamos que las ventas se mantengan en el mismo nivel que el año pasado (que se encuentra en línea con niveles 25% inferiores a los observados en 2019) y una caída interanual de 15% en la construcción (2022: -39%).

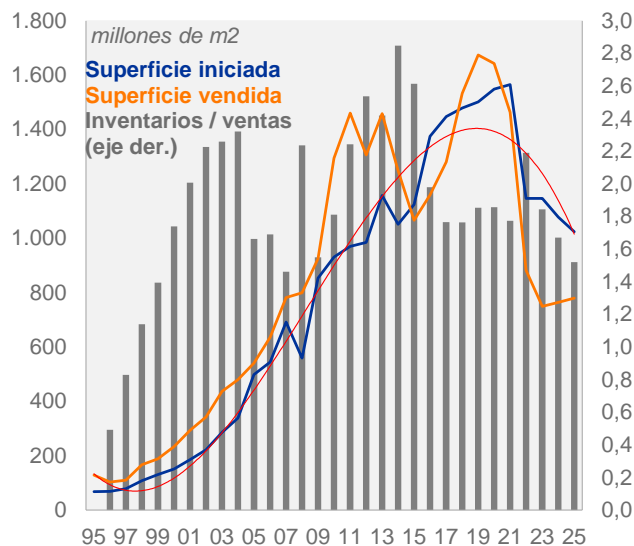
Las autoridades señalaron estímulos selectivos.

En su reunión de julio, el Politburó reconoció que China se enfrenta a "nuevas dificultades y desafíos, derivados principalmente de una demanda interna insuficiente, dificultades en el funcionamiento de algunas empresas, riesgos y peligros ocultos en áreas clave, así como un entorno externo sombrío y complejo". Por lo tanto, seguirán apoyando con "una política fiscal proactiva y una política monetaria prudente". La declaración también hacía hincapié en "la aplicación de recortes fiscales". En cuanto a los detalles de la política, el Politburó dijo que situará la estabilización del empleo en niveles estratégicamente

altos, impulsará los sectores automotrices, electrónicos y de electrodomésticos y acelerará la emisión de bonos especiales de los gobiernos locales para infraestructura. Además, las autoridades se comprometieron a realizar "ajustes oportunos y optimizar la política inmobiliaria", sin grandes estímulos. Asimismo, en cuanto a la deuda de los gobiernos locales, el Politburó sostuvo que "prevendrá y desactivará eficazmente los riesgos de deuda local y formulará y aplicará un plan de reducción de la deuda".

En resumen, reducimos nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2023 a 5,1% (desde 5,4%), ya que es improbable que los estímulos revertan la desaceleración estructural. Para 2024, mantenemos nuestra previsión de PIB en 4,3%.

Debilidad estructural en el sector inmobiliario



Fuente: Haver, Itaú

América Latina: Bancos centrales comienzan a recortar las tasas.

La inflación sigue reduciéndose. El proceso desinflacionario continúa en toda la región, apoyado por monedas más fuertes (en relación con el año pasado), la normalización de la demanda, reflejo a su vez de los efectos de políticas monetarias contractivas, y la reducción de los precios de los commodities. No obstante, cabe destacar que se detuvo la tendencia de sorpresas a la baja en inflación de meses anteriores. En Brasil, revisamos ligeramente a la baja nuestra previsión de inflación para 2023 a 4,9% (desde 5,1%), ya que la aceleración de menores precios de los bienes transables (alimentos y artículos

industriales) probablemente se verá parcialmente compensada por un aumento en los precios de la gasolina.

En México, seguimos esperando que la inflación total descienda a 4,5% a fin de año. Aunque los últimos datos de inflación se situaron ligeramente por encima de nuestras previsiones en Chile y Colombia, redujimos nuestras previsiones de inflación para 2023 a 3,9% (desde 4,1%) y a 9,1% (desde 9,5%), respectivamente, debido a la acumulación de presiones a la baja en los últimos meses en el primer país, y a las menores presiones de los bienes transables en el segundo. Una sorpresa a la baja en el IPC de julio nos llevó a revisar nuestra previsión de inflación para 2023 en Perú a 3,8% (desde 4,0%). Si bien el proceso de desinflación continúa este año, los shocks meteorológicos, la indexación en ciertas economías, la persistencia de la reciente depreciación de las monedas en toda la región y, en el caso de Brasil, un mercado laboral aún estrecho, son factores para vigilar de cara a 2024.

Comienzan los ciclos de recortes. Como habíamos anticipado, varios bancos centrales iniciaron los ciclos de recortes en julio, con bajas iniciales que fueron mayores de lo que esperábamos. En Brasil, la autoridad monetaria optó por iniciar el ciclo de flexibilización con un recorte de 50pb, mayor de lo esperado por el mercado (en una rara decisión dividida con mayoría de un solo voto) y señaló que mantendrá este ritmo en las próximas reuniones (aunque no pueden descartarse recortes mayores). Ahora esperamos que la tasa Selic alcance 11,75% anual a fin de año (12,00% anteriormente). En Chile, esperamos que la tasa de política alcance 7,25% (8,0% en el escenario anterior) a fin de año, tras el importante recorte de 100pb de julio, y las señales de nuevos recortes de magnitud similar a corto plazo. Adelantamos el inicio del ciclo de flexibilización en Colombia para que comience gradualmente en octubre, terminando el año en 12,25% (13,25% anteriormente), y en Perú (a septiembre, en octubre anteriormente), terminando el año en 6,75% (7,0% en nuestro escenario anterior). En México, mantuvimos nuestra previsión de tasa de política para fin de año en 10,75%, lo que implica un recorte de la tasa de 25pb en cada una de las dos últimas reuniones de política monetaria del año (noviembre y diciembre). En cualquier caso, la política monetaria en toda la región sólo será menos contractiva (lejos de ser expansiva), ya

que se espera que las tasas reales ex ante se mantengan muy por encima de los niveles neutrales de cada país.

Desempeños mixtos en actividad. En el contexto de una desaceleración de la región, algunas economías han tenido un desempeño mejor a lo esperado, mientras que, en otras, shocks específicos tuvieron un efecto más persistente. En México, la mayor actividad en el 2T23 nos llevó a revisar al alza (nuevamente) nuestra previsión de crecimiento para 2023 a 3% (desde 2,7% en nuestro escenario anterior), ya que se espera que la actividad se desacelere durante el resto del año, en línea con nuestra previsión de una desaceleración gradual en EE.UU. Recortamos nuestras previsiones de crecimiento para 2023 en Perú a 0,8% (desde 1,4%) y en Chile a -0,5% (desde -0,4%) debido a una actividad más débil en el 2T, a su vez, por los efectos persistentes de los shocks relacionados con el clima y la menor producción minera, respectivamente. En Colombia, aunque la actividad sorprendió favorablemente en el 1T23, esta muestra signos de desaceleración gradual en el 2T23, en línea con la estricta postura de política monetaria, lo que nos lleva a mantener nuestra previsión de una fuerte desaceleración este año a 1,3% (desde 7,3% en 2022).

En Argentina, Javier Milei, del partido La Libertad Avanza, fue el candidato más votado en las primarias obligatorias (PASO). En específico, Milei obtuvo el 30% de los votos, sorprendiendo las predicciones de las encuestas. Por su parte, Juntos por el Cambio quedó en segundo lugar con el 28,3% sumando los votos de Patricia Bullrich (17%) y Horacio Larreta (11,3%), seguidos de cerca por la coalición oficialista Unión por la Patria con un total del 27,3% entre los candidatos Sergio Massa (21,4%) y Juan Grabois (5,9%). De este modo, las elecciones presidenciales del 22 de octubre tendrán como principales participantes a Javier Milei, Sergio Massa y Patricia Bullrich.

Proyecciones: Economía global

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P		2024P	
						Actual	Anterior	Actual	Anterior
Economía mundial									
Crecimiento del PIB Mundial - %	3,6	2,8	-2,8	6,3	3,4	3,0	3,0	2,8	2,7
EUA - %	2,9	2,3	-3,4	6,7	2,1	2,1	1,7	0,8	0,5
Zona del Euro - %	1,8	1,6	-6,2	5,4	3,4	0,5	0,5	0,7	1,0
China - %	6,7	6,0	2,3	8,1	3,0	5,1	5,4	4,3	4,3
Tasas de interés y monedas									
Tasa Fed - %	2,3	1,6	0,1	0,1	4,4	5,6	5,6	4,9	4,9
Treasury 10 años (EUA), final del período - %	2,8	2,0	0,9	1,5	3,9	4,0	4,0	3,5	3,5
USD/EUR - final del período	1,15	1,12	1,22	1,13	1,07	1,10	1,10	1,10	1,10
CNY/USD - final del período	6,88	7,01	6,54	6,37	6,92	7,20	7,20	7,20	7,20
Índice DXY (*)	96,2	96,4	89,9	95,7	103,5	101,0	101,0	100,5	100,5

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

Ciclo de flexibilización previsto para el 4T23

- ▶ Ante menor impulso de la actividad y la aceleración del proceso de desinflación, esperamos que el Banco de la República inicie el ciclo de recortes en octubre, situando la tasa de política a fin de año en 12,25% (100pb por debajo de nuestra anterior previsión) y terminando el próximo año en 7,0% (50pb menos). Aunque se espera que la orientación de política monetaria cambie antes, seguirá siendo bien contractiva.

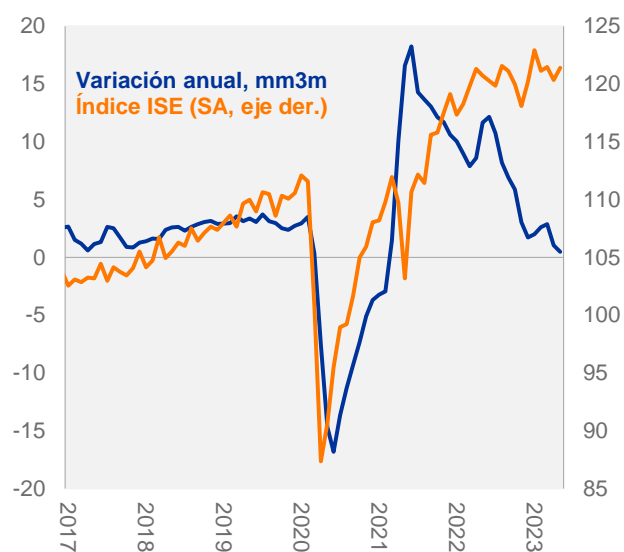
La Presidencia se enfrenta a acusaciones de financiación irregular de la campaña

La campaña de Gustavo Petro está siendo investigada después de que su hijo, Nicolás Petro, fuera detenido por cargos de lavado de dinero y enriquecimiento ilícito. La fiscalía afirmó que Nicolás Petro confesó que la financiación ilegal se dirigió a la campaña presidencial. A medida que continúe la investigación, el Gobierno podría perder más capital político, reforzando la opinión de que la agenda de reformas estructurales debería diluirse aún más. Mientras que las reformas de pensiones y de la salud lograron avances acotados en el Congreso, la reforma laboral fue rechazada al no alcanzar el quórum requerido, y se espera que se presente nuevamente ante el Congreso. Además, se estima que el gobierno presente ante el Congreso reformas al sector educativo y de servicios públicos.

En espera, atentos al proceso de desinflación

Sorprendentemente, la actividad aumentó secuencialmente en mayo, aunque el impulso se está debilitando. El indicador de seguimiento de la economía (ISE) se expandió 0,9% mensual desestacionalizado en mayo, compensando el descenso de 0,9% de abril y llevando a una expansión interanual de 0,6% (-0,8% en abril). En el trimestre finalizado en mayo, la actividad creció 0,5% interanual (2,9% en el 1T23) y se contrajo 1,2% trimestral anualizado desestacionalizado (incremento de 8,4% en el 1T23). Aunque la actividad está perdiendo impulso, la creación de empleo sorprendió al alza, lo que hizo caer la tasa de desempleo a un sólo dígito en junio (descenso de 1,9 p.p. en un año a 9,3%).

Actividad debilitándose gradualmente



Fuente: Dane

Itaú. Establecimiento bancario.

El déficit comercial se está reduciendo

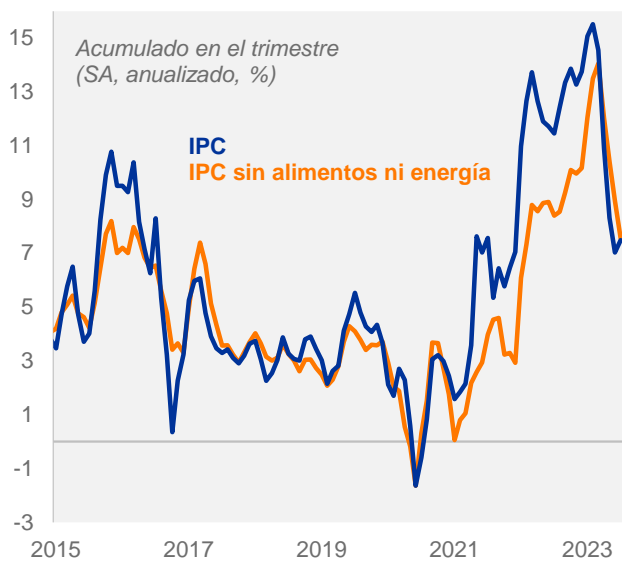
gradualmente. El déficit comercial cayó a USD 600 millones en mayo, lo que supone una reducción de USD 1.000 millones con respecto a mayo de 2022. Como resultado, el déficit comercial acumulado de 12 meses alcanzó USD12.600 millones, desde los USD 14.500 millones registrados en 2022 (USD 15.300 millones en 2021). En el margen, el déficit comercial trimestral desestacionalizado y anualizado alcanzó USD 9.300 millones, reduciéndose desde USD 11.800 millones registrados en el 1T23 (USD 12.500 millones en el 4T22). Mientras las exportaciones de materias primas siguen débiles, las importaciones relacionadas con la demanda interna se contraen a un ritmo anual de dos dígitos, en línea con la previsión de una futura desaceleración de la actividad.

Las presiones de la inflación subyacente se

moderaron. El IPC aumentó 0,50% de junio a julio (0,81% en julio de 2022), resultando en una inflación interanual que cayó 35pbs a 11,78% (pico en marzo de 13,34%). La inflación de servicios subió 14pbs a

9,5%, pero la inflación subyacente (excluyendo alimentos y energéticos) se moderó 17pbs a 10,37%. En el margen, estimamos que la inflación acumulada en el trimestre fue de 7,5% (anualizada), prácticamente sin cambios respecto al 2T23, pero muy por debajo desde el 14,5% en el 1T23. Mientras tanto, la inflación subyacente alcanzó el 7,6% (anualizada), por debajo del 9,0% en el 2T23 (14,1% en el 1T23).

Presiones del IPC subyacente se moderan



Como se esperaba, el Banco Central mantuvo por unanimidad la tasa en 13,25%, por segunda reunión consecutiva en julio. Tras la decisión, la tasa real ex-ante a un año se mantuvo en 7,23% (+40pb desde la reunión anterior, utilizando la encuesta mensual a analistas), con lo que consolida la postura contractiva de la política monetaria. El mensaje general del gerente Villar y del ministro de Hacienda Bonilla en la conferencia de prensa por el anuncio de la decisión fue que la junta sigue en fase de evaluación, a la espera de señales más claras del proceso de desinflación. Villar se muestra partidario de esperar a que se produzca un descenso más pronunciado de la inflación antes de plantearse recortes. La inflación de Colombia cayó 1,5 p.p. (a junio 2023) desde el máximo de 13,3% en marzo. Por el contrario, el ministro Bonilla (miembro con derecho a voto en la junta del Banco Central) parece abierto a que la reunión de septiembre sea el punto de partida de los recortes de la tasa a medida que se consolide la tendencia de la inflación.

El informe de política monetaria bajó ligeramente su proyección para el crecimiento y la inflación

este año, al tiempo que se prevé una senda de tasa que, en promedio, se sitúa por encima de las expectativas de los analistas en el horizonte de dos años. En la encuesta de julio, los analistas preveían recortes de la tasa a partir de octubre, hasta alcanzar 11,75% a fin de año y 7% a fines del año próximo. Las minutas de la reunión de julio revelaron que la Junta destacó la caída de la inflación en los últimos tres meses y el descenso de los precios del productor. Además, remarcó que las expectativas de inflación se fueron corrigiendo en el corto y mediano plazo, ayudadas por dinámicas favorables como la significativa apreciación del peso.

Una moneda más fuerte favorece una menor inflación y anticipa recortes de tasa

Seguimos esperando que la economía colombiana se desacelere de forma significativa este año a 1,3% (desde 7,3% en 2022), con un repunte ligeramente más fuerte en 2024 en medio de una menor inflación y una política monetaria menos contractiva. A pesar de la sorpresa al alza de la actividad en el 1T23, la economía está mostrando signos de desaceleración gradual en el 2T23, reflejando los efectos de la postura contractiva de la política monetaria. Para 2024, revisamos al alza en 30pb nuestra previsión a 1,6%, debido a la reducción de la inflación y de la tasa.

El déficit de cuenta corriente continuará reduciéndose en 2023 debido al debilitamiento de la demanda interna. Junto con los cambios en el PIB nominal, nuestra estimación de déficit de cuenta corriente cae a 4,2% del PIB (4,4% anteriormente; 6,2% en 2022). Revisamos nuestra previsión para fines de 2023 a 4.100 pesos/dólar (6,8% más fuerte que en nuestro escenario anterior) apoyados por un menor riesgo de política interna, y a 4.300 pesos/dólar (4.600 pesos anteriormente) para fines de 2024, a medida que se reducen los diferenciales de tasas.

Inercia inflacionaria y la reducción de los subsidios a los combustibles llevan a que el ajuste de inflación sea más gradual que en otras economías de la región. Sin embargo, la apreciación acumulada del peso contribuirá un ajuste más rápido de la inflación. Bajamos nuestra previsión de inflación para fin de año en 40pb a 9,1%. Para 2024, esperamos que el IPC caiga a 4,5% (por debajo de nuestra previsión anterior de 4,8%). Más allá de la revisión puntual a la baja, persisten riesgos al alza, sobre todo si se materializan los efectos más desfavorables de un fuerte fenómeno de El Niño (presionando la inflación de los alimentos).

Ahora esperamos que el ciclo de recortes

comience en el 4T23. Un proceso de desinflación más rápido de lo previsto, la apreciación acumulada del peso y la caída de las expectativas de inflación permiten que el Banco Central comience el ciclo de recortes en el 4T23. Ahora prevemos una tasa a fin del año de 12,25% en 2023 (por debajo de nuestro escenario anterior de tasa estable en 13,25%). Seguimos previendo un ciclo de flexibilización gradual, con una tasa de 7,0% a fin de 2024 (7,5% anteriormente), manteniendo la política monetaria en terreno contractivo (BanRep estima la tasa neutral nominal en torno a 5%).

**Andrés Pérez M.
Vittorio Peretti
Carolina Monzón
Juan Robayo**

Proyecciones: Colombia

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P		2024P	
						Actual	Anterior	Actual	Anterior
Actividad económica									
Crecimiento real del PIB - %	2,6	3,2	-7,3	11,0	7,3	1,3	1,3	1,6	1,4
PIB nominal - USD mil millones	334	323	270	322	344	379	363	430	402
Población (millones de habitantes)	49,8	50,4	50,9	51,4	51,8	52,2	52,2	52,7	52,7
PIB per cápita - USD	6.704	6.411	5.308	6.271	6.632	7.255	6.953	8.170	7.638
Tasa de desempleo (prom. anual)	9,7	10,5	16,1	13,7	11,2	10,3	11,5	10,4	11,6
Inflación									
IPC - %	3,2	3,8	1,6	5,6	13,1	9,1	9,5	4,5	4,8
Tasa de interés									
Tasa de referencia - final del año - %	4,25	4,25	1,75	3,00	12,00	12,25	13,25	7,00	7,50
Balanza de pagos									
COP / USD - final del período	3.254	3.287	3.428	4.070	4.850	4.100	4.400	4.300	4.600
Balanza comercial - USD mil millones	-7,0	-10,8	-10,1	-15,3	-14,3	-9,0	-9,0	-6,5	-5,5
Cuenta Corriente - % PIB	-4,2	-4,6	-3,4	-5,6	-6,2	-4,2	-4,4	-3,6	-3,7
Inversión Extranjera Directa - % PIB	3,4	4,3	2,8	3,0	4,9	3,6	3,7	3,0	3,2
Reservas Internacionales - USD mil millones	48,4	53,2	58,5	58,0	56,7	56,0	56,0	58,0	58,0
Finanzas Públicas									
Resultado Nominal Gob. Central - % del PIB	-3,1	-2,5	-7,8	-7,0	-5,3	-4,3	-4,3	-4,5	-4,5
Deuda Pública Bruta Gob. Central - % del PIB	49,3	50,3	65,1	63,0	60,9	56,0	57,6	58,2	59,6

Fuente: IMF, Bloomberg, Dane, Banrep, Haver, 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 20 de 2021.
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.italu.com.br/atenda-italu/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 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 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 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 Colombia S.A.

El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen.