

## Se espera un ciclo de flexibilización gradual

- ▶ Un lento proceso de desinflación y expectativas muy por encima del objetivo del 3% llevarán al Banco de la República a continuar con un ciclo de recortes gradual. El gerente Villar señaló que la magnitud de los recortes de tasa dependerá de los datos. El Niño y la magnitud del alza del salario mínimo ofrecen riesgos al alza para la inflación. Seguimos esperando que la tasa de interés cierre 2024 en el 8,0% (desde el 13% actual).

### La agenda de reformas avanza lento, pero seguro

**Avanza la agenda de reformas en el Congreso.** La reforma de la salud, que pretende ampliar el rol del Estado en la atención primaria, fue aprobada en la Cámara Baja y ahora se enviará al Senado. Incluso si el Congreso aprueba la reforma, la Corte Constitucional debe revisar el proyecto, luego del debate de procedimiento, con argumentos de que la reforma debe ser ley estatutaria ya que aborda un derecho fundamental. Mientras tanto, la reforma laboral inició su primer debate en la Cámara Baja con 16 artículos aprobados. La reforma pensional será discutida en el Senado en 2024. Las reformas se discuten en un contexto de menor capital político de Petro y la oposición del Congreso a algunos puntos. De todos modos, la aprobación de algunas iniciativas se sumaría a los crecientes desafíos fiscales, dadas las proyecciones optimistas de ingresos y un reciente fallo del Tribunal Constitucional que anuló una medida de impuesto a las regalías.

**Recientemente, Fitch mantuvo la calificación 'BB+' y la perspectiva estable de Colombia** (estable desde la reducción de un nivel en julio de 2021). Esta calificación se encuentra en línea con la calificación de S&P (BB+; perspectiva estable), tanto sin grado de inversión como por debajo de la calificación Baa2 de Moody's (perspectiva estable).

### El tamaño de los siguientes recortes de tasa dependerá de los datos

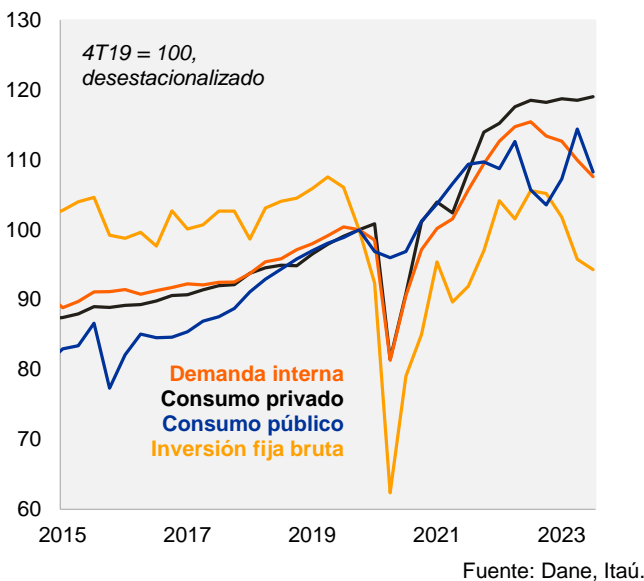
**En una decisión dividida por 5-2, el BanRep inició el ciclo de relajación con un recorte de tasa de 25pb, hasta el 13,0%.** La minoría de la Junta votó a favor de mantener la tasa. En la reunión anterior, se había votado 5-2 a favor de mantener las tasas. El mensaje del gerente Villar y del ministro de Hacienda Bonilla en la rueda de prensa en la que anunciaron la decisión fue que la inflación sigue descendiendo, apoyada principalmente por los precios de los alimentos y la dinámica de la tasa de cambio. Villar destacó que el equipo técnico revisó a la baja el crecimiento del PIB para 2023 al 1,0% (1,2% previsto anteriormente). Cabe destacar que la declaración del BanRep pide cautela en la negociación del salario mínimo (que se cerrará a finales de año). Villar señaló que futuros movimientos dependerán de los datos. Las expectativas de inflación a un año han aumentado recientemente, mientras que las expectativas de inflación a más largo plazo se mantuvieron estables aún por encima del objetivo del 3%. Tras la decisión, la tasa real ex ante a un año cayó al 7,3% (utilizando la encuesta mensual de analistas; -21 puntos básicos desde la reunión anterior de octubre), aun sustancialmente por encima de la estimación de tasa neutral del BanRep del 2,4%. El lento proceso de desinflación y las expectativas de inflación a mediano plazo que siguen sin estar ancladas, junto con la incertidumbre sobre el ajuste del salario mínimo, sugieren que el ciclo de flexibilización será gradual.

## Se consolida la debilidad de la actividad

La economía se contrajo 0,3% interanual en el 3T23 (frente a 0,4% en el 2T23), la primera cifra negativa desde el 4T20. En términos anuales, la ligera contracción del PIB se vio impulsada por una caída de dos dígitos en la inversión fija bruta, mientras que el apoyo del consumo privado continuó moderándose. En el margen, la actividad aumentó 1,0% trimestral anualizada desestacionalizada, revirtiendo solo parcialmente la contracción de 3,9% en el 2T23. Al inicio del 4T23, el indicador de actividad coincidente (ISE) cayó un 1,0% de septiembre a octubre (desestacionalizado), consolidando el debilitamiento de la actividad.

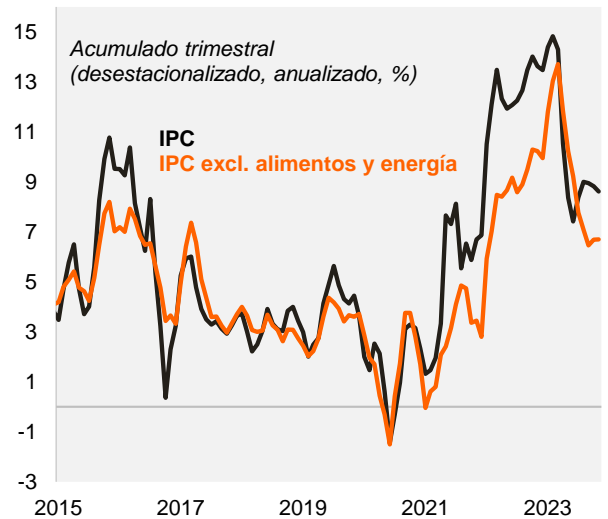
**La debilidad de la demanda interna llevó a una rápida corrección del déficit de cuenta corriente.** El déficit de cuenta corriente de USD1.680 millones en el 3T23 (1,7% del PIB) marca una reducción significativa de USD4.514 millones en los últimos doce meses. La reducción del déficit comercial y de servicios, junto con el aumento de las remesas, condujo a la mejora general. Como resultado, el déficit de cuenta corriente acumulado de cuatro trimestres se redujo a 3,4% del PIB, desde 4,9% del PIB en el 2T23 y 5,5% del PIB en el 1T23. Por su parte, la inversión directa neta alcanzó los USD15.800 millones en el año acumulado, logrando una cobertura de 133% del déficit de cuenta corriente (frente a 65%) en 2022.

### El consumo privado se estanca



**Continúa el lento proceso de desinflación.** La inflación total cayó a 10,15% en noviembre (desde 10,48% en octubre), básicamente en línea con lo esperado, mientras que la inflación subyacente bajó desde 9,49% a 9,21% (frente a un pico de 10,60% en abril). Sin embargo, la incertidumbre en torno al efecto de El Niño y la magnitud del ajuste del salario mínimo del próximo año ponen en duda la velocidad de la trayectoria de desinflación que se avecina y aumentan el riesgo de que la flexibilización prematura de la política monetaria pueda alimentar un deterioro de las expectativas de inflación.

### La inflación subyacente en el margen aun es elevada



### El ciclo de recortes será gradual

**Estimamos que el PIB aumentará un 1,0% este año, con riesgos inclinados a la baja.** Es probable que la debilidad de la actividad económica en el 3T23 se prolongue, en un contexto de política monetaria contractiva y baja confianza del sector privado. Para 2024, prevemos un crecimiento del PIB del 1,2%, por debajo del consenso.

**Corrección más rápida del déficit de cuenta corriente (DCC).** Ahora esperamos que el DCC se reduzca al 2,7% del PIB este año (frente a nuestra previsión anterior del 3,5% del PIB), desde el 6,2% en 2022. Unas condiciones financieras mundiales favorables con un menor riesgo país darán lugar a una tasa de cambio más fuerte en 2024. Esperamos una tasa a cierre del 2024 de 3880/USD (COP 4250/USD anteriormente).

**Se espera una senda de desinflación gradual.**

Mantenemos nuestras expectativas de inflación en el 9,5% para el año 2023, pero rebajamos nuestra previsión para el año 2024 al 4,8% (frente al 5,0% previsto anteriormente), dada la mayor fortaleza de la moneda. Sin embargo, persisten los riesgos al alza relacionados con las incertidumbres que rodean el impacto de El Niño en los precios de los alimentos y la energía, la reducción de los subsidios a la gasolina y el aumento del salario mínimo en 2024 (que se determinará a finales de mes).

**A pesar de la desaceleración económica en curso, la inflación sigue siendo de dos dígitos y las expectativas de inflación se mantienen por encima del objetivo.** Aunque el ciclo de recortes de tasa ha comenzado, es probable que, al menos a corto plazo, los recortes sean de una magnitud acotada. Esperamos que la tasa alcance el 8,0% a finales de 2024, todavía muy por encima de la tasa neutral nominal de alrededor del 5%.

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

**Colombia | Proyección**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023P		2024P		2025P
						Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual
<b>Actividad económica</b>										
Crecimiento real del PIB - %	2.6	3.2	-7.3	11.0	7.3	1.0	1.0	1.2	1.2	3.2
PIB nominal - USD mil millones	334	323	270	322	344	384	378	457	429	493
Población (millones de habitantes)	49.8	50.4	50.9	51.4	51.8	52.2	52.2	52.7	52.7	53.2
PIB per cápita - USD	6,704	6,411	5,308	6,271	6,626	7,355	7,239	8,670	8,144	9,257
Tasa de desempleo (prom. anual)	10.0	10.9	16.7	13.8	11.2	10.1	10.3	10.5	10.5	10.2
<b>Inflación</b>										
IPC - %	3.2	3.8	1.6	5.6	13.1	9.5	9.5	4.8	5.0	3.0
<b>Tasa de interés</b>										
Tasa de referencia - final del año - %	4.25	4.25	1.75	3.00	12.00	13.00	-	8.00	8.00	5.25
<b>Balanza de pagos</b>										
COP / USD - final del período	3,254	3,287	3,428	4,070	4,850	3,960	4,100	3,880	4,250	3,890
Balanza comercial - USD mil millones	-7.0	-10.8	-10.1	-15.3	-14.3	-8.5	-8.5	-7.0	-6.0	-9.0
Cuenta Corriente - % PIB	-4.2	-4.6	-3.4	-5.6	-6.2	-2.7	-3.5	-3.2	-3.2	-4.0
Inversión Extranjera Directa - % PIB	3.4	4.3	2.8	3.0	5.1	4.2	3.6	3.0	3.0	3.0
Reservas Internacionales - USD mil millones	47.9	52.7	58.5	58.0	56.7	58.0	56.0	59.0	58.0	60.0
<b>Finanzas Públicas</b>										
Resultado Nominal Gob. Central - % del PIB	-3.1	-2.5	-7.8	-7.0	-5.3	-4.3	-4.3	-4.5	-4.5	-3.5
Deuda Pública Bruta Gob. Central - % del PIB	49.3	50.3	65.1	63.0	60.9	56.1	56.9	56.8	59.4	57.0

Fuente: IMF, Bloomberg, Dane, Banrep, Haver, Itaú.

**Estudio macroeconómico - Itaú****Mario Mesquita – Economista Jefe**

To access our reports and forecast visit our website:

<https://www.itaú.com.br/itaubba-pt/macroeconomic-analysis>

## 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.itaubr.com.br/atenda-itaubr/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.