

Escenario macro

Escenario Macro | 12 de octubre de 2023



Economía global

Mayores rendimientos de bonos, junto a un robusto crecimiento en EE.UU. y a bancos centrales de MD con tasas más altas por más tiempo 2

Bancos centrales de MD sugieren tasas más altas durante más tiempo. De esta manera, las altas tasas del Tesoro de EE.UU., junto a elevados precios del petróleo, limitarían las perspectivas de flexibilización monetaria y las tasas terminales en los ME

Colombia

La persistencia de la inflación reduce las probabilidades de recorte de la tasa en octubre 8

Aunque la actividad se está desacelerando, el proceso de desinflación se desarrolla gradualmente y las expectativas de inflación a mediano plazo se mantienen muy por encima de la meta de 3%, lo que probablemente conducirá a un ciclo de flexibilización aún más gradual.

Revisión de Escenario

Mundo

	2021	2022	2023		2024	
			Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	6,3	3,4	3,0	3,0	2,8	2,9

Brasil

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

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	670,0	670,0	1550,0	1250,0
BADLAR (dic) - %	34,1	69,0	140,0	140,0	105,0	95,0
Tasa de referencia - %	38,0	75,0	145,0	145,0	110,0	100,0
IPC - %	50,9	94,8	200,0	200,0	150,0	110,0

Colombia

	2021	2022	2023		2024	
			Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	10,7	7,3	1,0	1,0	1,4	1,6
COP / USD (dic)	4070	4800	4100	4100	4300	4300
Tasas de interés (dic) - %	3,00	12,00	12,75	12,50	7,50	7,00
IPC - %	5,6	13,1	9,5	9,3	4,8	4,5

Fuente: Itaú.

América Latina y el Caribe

	2021	2022	2023		2024	
			Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB (%)	6,8	3,5	1,5	1,5	0,9	1,0

México

	2021	2022	2023		2024	
			Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	5,8	3,9	3,0	3,0	1,3	1,3
MXN / USD (dic)	20,53	19,50	18,00	18,00	18,50	18,50
Tasas de interés (dic) - %	5,50	10,50	11,25	11,00	8,75	8,50
IPC - %	7,4	7,8	4,6	4,5	4,2	4,2

Chile

	2021	2022	2023		2024	
			Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	11,7	2,4	-0,3	-0,3	1,5	1,8
CLP / USD (dic)	851	851	880	850	850	850
Tasas de interés (dic) - %	4,00	11,25	8,00	8,00	5,00	4,50
IPC - %	7,2	12,8	4,1	3,9	3,1	3,0

Perú

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

Economía global

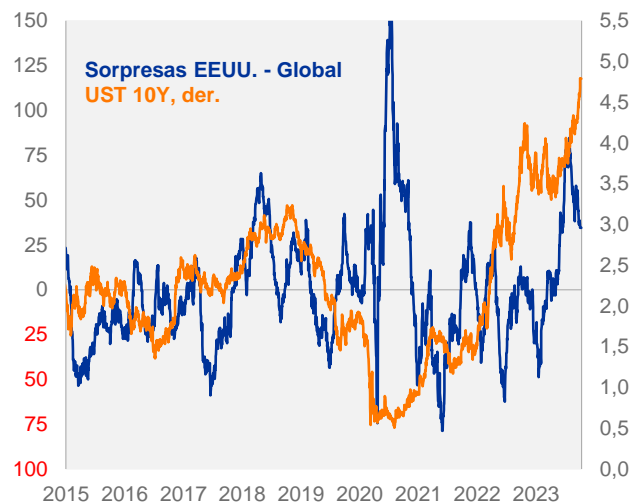
Mayores rendimientos de bonos, junto a un robusto crecimiento en EE.UU. y a bancos centrales de MD con tasas más altas por más tiempo

- ▶ Mundial: bancos centrales de MD sugieren tasas más altas durante más tiempo. De esta manera, las altas tasas del Tesoro de EE.UU., junto a elevados precios del petróleo, limitarían las perspectivas de flexibilización monetaria y las tasas terminales en los ME.
- ▶ EE.UU.: la robustez de la economía contribuye al aumento en los rendimientos de los bonos. Al mismo tiempo que persisten los riesgos al alza para la inflación; la Fed volvería a subir la tasa en noviembre.
- ▶ Europa: débiles resultados en actividad (nuestras previsiones de crecimiento se reducen a 0,4% para 2023, desde 0,5%, y a 0,5% para 2024, desde 0,7%); primeros signos de desinflación; con el BCE finalizando el ciclo contractivo, aunque se espera que los recortes de tasa comiencen recién después del 2S24.
- ▶ China: crecimiento del PIB de 4,9% para 2023 y de 4,1% para 2024, con signos de estabilización de la actividad tras estímulos más focalizados que generalizados.
- ▶ Commodities: mayores alzas en los precios del petróleo (nuestra previsión para el Brent aumentó en 5 dólares a 90 dólares/barril) en medio de un balance de oferta-demanda más ajustado.
- ▶ América Latina: Un escenario externo más complejo.

Mundial: bancos centrales de MD apuntan a tasas más altas por más tiempo; mientras que para los ME, las elevadas tasas del Tesoro de EE.UU., junto a mayores precios del petróleo, podrían limitar las tasas terminales

El alza en los rendimientos de bonos en EE.UU. ha sido el principal acontecimiento de los mercados mundiales recientemente, y puede atribuirse a varios factores. Primero, es probable que la robustez y mayor dinamismo de la actividad de EE.UU. en comparación a otros países, así como también la contractividad de la política monetaria, se traduzca en tasas neutras más altas. Segundo, estas mayores tasas neutras podrían verse exacerbadas por perspectivas fiscales expansivas y un aumento de la emisión de bonos que probablemente no se corrijan pronto, en línea con las actuales turbulencias políticas, y dadas las actuales perspectivas de inflación, que probablemente persistan, debido a la resiliencia de la actividad y a la gran estrechez en el mercado laboral. Por último, existe la percepción de que el entorno mundial de tasas *cero-negativas* de otros bancos centrales (BoJ, BCE) ha llegado a su fin.

La resiliencia de la actividad y el dinamismo superior de EE.UU. explican el alza en los rendimientos

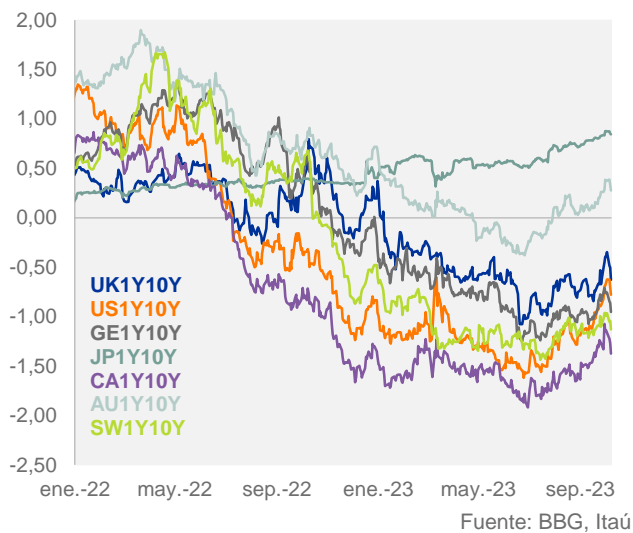


Fuente: BBG, Itaú

Por otra parte, los bancos centrales de los MD mantuvieron en septiembre el mensaje de tasas "más altas por más tiempo", lo que alimentó el aumento en los rendimientos. La Reserva Federal mantuvo su postura *hawkish*, donde los *dots* de la reunión de septiembre mostraron otra alza para 2023, pero sin recortes de tasa en las previsiones para 2024 y 2025, en un escenario de una actividad robusta. Por su parte, otros bancos centrales siguieron subiendo

sus tasas (BCE, Riksbank y Norgesbank) o mantuvieron un sesgo contractivo (BoE, BoC y RBA), con el mensaje general de que es probable que las tasas sean "lo suficientemente restrictivas durante el tiempo suficiente", como declaró el BoE. Esta postura se ve respaldada por el hecho de que, si bien los procesos desinflacionarios están en marcha, las elevadas expectativas de inflación, la resiliencia en los mercados laborales y el debate sobre mayores tasas neutrales, impiden una flexibilización monetaria temprana. El lineamiento y guía de la política monetaria se reflejó en el considerable aumento del diferencial entre el rendimiento a 1 y 10 años en los MD (ver gráfico).

Aumento del diferencial entre 10 años y 1 año en todos los MD



En resumen, estos factores impulsaron el rendimiento del bono del Tesoro a 10 años a través de tasas reales más altas, una mayor inflación promedio y una prima por plazo elevada (ver el cuadro a continuación). Esperamos que estos factores y el mensaje de tasas "más altas por más tiempo" de los bancos centrales persistan por ahora, manteniendo los rendimientos mundiales al alza, al mismo tiempo que el crecimiento estadounidense continúa estable.

Descomposición tasa US 10y				
	Soft landing y baja inflación	Mayor tasa neutral/Inflación persistente Sticky inflation	Mercado	Periodo de tasas altas
Total	3,50%	4,50%	4,77%	5,50%
FFR real	1,00%	1,00%	2,4%	1,50%
Inflación promedio	2,50%	3,00%	2,3%	3,00%
Premio por plazo	0,00%	0,50%	0%	1,00%

Fuente: BBG, Itaú

Esperamos que los ME continúen el ciclo de flexibilización, aunque el aumento de los rendimientos de los bonos del Tesoro, y de los precios del petróleo, podría traducirse en un incremento en las tasas terminales y, por lo tanto, en ciclos más moderados. Con un proceso desinflacionario más avanzado y una política monetaria más restrictiva, es probable que los bancos centrales de los ME continúen el ciclo de flexibilización a futuro. Sin embargo, el alza en las tasas en EE.UU. y del precio del petróleo, podría debilitar los tipos de cambio en aquellos países, limitando el proceso desinflacionario, principalmente, por el lado de los precios de bienes.

EE.UU.: economía aún robusta con riesgos al alza para la inflación; la Fed volvería a subir la tasa en noviembre

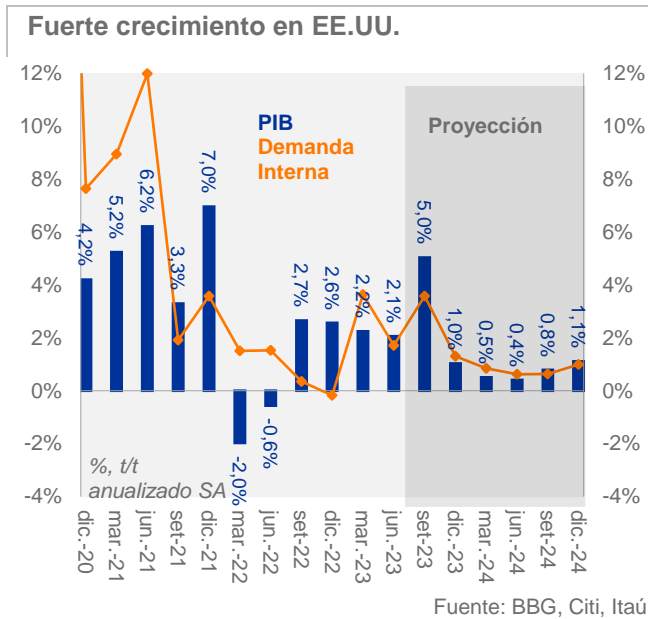
Seguimos previendo un fuerte crecimiento de 5,0% (trimestral/anualizado desestacionalizado) en el 3T23, con fundamentos en terreno optimista. A pesar de la revisión a la baja de las previsiones de crecimiento del consumo para el 2T23 (a 0,8% desde 1,7%), el desempeño será probablemente mucho más fuerte en el 3T23 (en 3,8%) e impulsará el PIB a 5,0% (trimestral/anualizado desestacionalizado), según nuestras estimaciones (desde 2,1%). Para 4T23, varios factores podrían pesar sobre el crecimiento (ver el cuadro a continuación), aunque los fundamentos se mantienen en terreno optimista, con un sólido balance del consumo y un aumento del ingreso real, sugiriendo que no se aproximaría una recesión. Mantenemos nuestras previsiones del PIB en 2,3% para 2023 y en 1,2% para 2024, por encima del consenso de mercado.

Factores que afectarían crecimiento 4T		
Evento	Impacto esperado (pp.)	Racional
Créditos estudiantiles	-0,5	Consenso
Huelga sector automotriz	-0,2	-0.05 por semana
Cierre de gobierno	-0,3	-0.1/-0.2 por semana
Aumento precio de petróleo	-0,3	Bencina pesa 2% en consumo
Exceso de ahorros	??	Sin cuantificar
Shows/Cine	??	Cambia reglas del juego ??
Rezagos de política monetaria	??	Mayor efecto ha ocurrido
Total	-1,3	
Proyección 4T - 3T	-2,5	

Fuente: BBG, Itaú

Itaú. Establecimiento bancario.

SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA
VIGILADO



Resumen de Proyecciones Económicas

Variable	Reunión	2023	2024	2025	2026	Largo plazo
PIB	Jun	1,0	1,1	1,8	-	1,8
	Sep	2,1	1,5	1,8	1,8	1,8
Tasa de desempleo	Jun	4,1	4,5	4,5	-	4,0
	Sep	3,8	4,1	4,1	4,0	4,0
Deflactor GCP	Jun	3,2	2,5	2,1	-	2,0
	Sep	3,3	2,5	2,2	2,0	2,0
Deflactor subyacente GCP	Jun	3,9	2,6	2,2	-	-
	Sep	3,7	2,6	2,3	2,0	-
Tasa FFR	Jun	5,6	4,6	3,4	-	2,5
	Sep	5,6	5,1	3,9	2,9	2,5
Tasa FFR real (implícita de FFR - Defl. Subyacente GCP)	Jun	1,7	2,0	1,2	-	0,5
	Sep	1,9	2,5	1,6	0,9	0,5

* Mediana de proyecciones del FOMC

Europa: debilidad de la actividad; incipiente reducción de la inflación; y con el BCE dando por concluido el ciclo de alzas de tasa, aunque no se esperan recortes hasta el 2S24

Redujimos nuestras previsiones de crecimiento del PIB a 0,4% para 2023 (desde 0,5%) y 0,5% para 2024 (desde 0,7%). El PMI compuesto se situó en 47,1 en septiembre (frente a 46,7 en agosto), lo que sigue indicando una contracción del PIB en el 3T23.

Asimismo, la confianza de los consumidores también se debilitó en los dos últimos meses, lo que podría ser una señal negativa para la futura recuperación del consumo.

¿Por qué los resultados de actividad en la Zona Euro son inferiores a los de Estados Unidos?

La debilidad de la región se debe tanto a factores estructurales como cíclicos. En primer lugar, además de la pandemia, la Zona Euro se vio afectada por la crisis del gas en 2022, lo que provocó un aumento en los costos de producción y, en última instancia, de la inflación. Además, lo anterior tuvo un impacto importante en los ingresos de los hogares que también podría perjudicar al crecimiento potencial a futuro. En segundo lugar, las ayudas fiscales relacionadas con la pandemia en la Zona Euro fueron, a grueso modo, las mismas que en EE.UU., pero se centraron más en preservar el empleo y se dirigieron únicamente a la población ya empleada, mientras que en EE.UU. fueron ayudas generalizadas. Por tanto, el ahorro de los hogares en Europa sigue siendo mayor que en Estados Unidos, por motivos precautorios. En tercer lugar, la contracción de la política monetaria tuvo un impacto más marcado en la Zona Euro, ya que la región posee una mayor dependencia al crédito bancario que Estados Unidos (75% frente a 25%, respectivamente). Por último, el comercio y la industria manufacturera son más importantes para el crecimiento de la Eurozona, donde la desaceleración

Inflación más baja a corto plazo, aunque el fuerte crecimiento plantea riesgos al alza a futuro. Si bien el IPC subyacente registró un ritmo más moderado en los tres últimos meses, entre 0,2% y 0,3% mensual (lo que probablemente se repita en septiembre), un mercado laboral robusto apunta a crecimiento de los salarios aún elevados, con riesgos al alza para la inflación a futuro. Por su parte, el aumento en los precios de viviendas también podría provocar una reaceleración de la inflación en este componente a mediados de 2024, lo que supone un riesgo importante dado que la vivienda constituye alrededor del 40% del IPC subyacente. Seguimos previendo un IPC subyacente de 3,8% para este año y de 3,0% para el próximo, aunque los riesgos se inclinan al alza en 2024.

La Fed respondió al mayor crecimiento con dots agresivos, apuntando hacia tasas reales más altas, donde es probable que implemente otra alza de tasa en noviembre. En su última reunión, el FOMC revisó considerablemente su previsión de crecimiento, a 2,1% 4T/4T en 2023 (desde 1,0%), por encima del crecimiento potencial (1,8%), compensando las implicancias inflacionarias con una tasa real más alta (ver el cuadro a continuación). Con una previsión de la FFR de 5,6% para este año, la mayoría de los miembros (12 de 19) anticipa otra alza, que esperamos se implemente en la reunión de noviembre. Además, la previsión de 5,1% para el próximo año se ajusta más a nuestro escenario (4,9%) de ausencia de recortes de tasa hasta el segundo semestre de 2024.

estructural de China corresponde a un lastre más importante en comparación para la región.

Primeros signos de disminución de la inflación, aunque todavía lejos de la meta de 2%. En septiembre, la inflación total bajó a 4,3% interanual (desde 5,2%), mientras que la inflación subyacente cayó al 4,5% (desde 5,3%). En esta última, se produjo una desaceleración generalizada en todos sus componentes, encabezada por los bienes, bajando al 4,2% (desde 4,7%) y los servicios, llegando al 4,7% (desde 5,5%). Esperamos que la inflación subyacente baje a 3,9% en diciembre (manteniéndose cerca del nivel de 3%) y a 2,1% para fin de 2024.

El BCE da por concluido el ciclo de alzas, aunque no esperamos recortes hasta el 2S24. En su reunión de septiembre, el BCE subió la tasa en 25pb a 4%, y señaló el final del ciclo contractivo. Además, publicó sus nuevas previsiones incluyendo una revisión al alza de la trayectoria de la inflación total a 5,6% en 2023 y 3,2% en 2024 (desde 5,4% y 3,0%, respectivamente). La revisión al alza se debió principalmente al aumento en los precios de la energía. Sin embargo, el BCE redujo su previsión para 2025 desde 2,2% a 2,1%. Asimismo, las proyecciones para la inflación subyacente se mantuvieron estables en 5,1%, pero bajan a 2,9% para 2023 y a 2,2% para 2024 (desde 3,0% y 2,3%, respectivamente). En el comunicado, el BCE señaló que las tasas de interés "alcanzaron niveles que, de mantenerse durante un plazo suficientemente largo, contribuirán considerablemente a que la inflación vuelva a situarse oportunamente en la meta." En resumen, creemos que el BCE finalizó el ciclo contractivo, en medio de una tendencia optimista de la inflación subyacente, y de mayor debilidad en la actividad. Esperamos que las tasas se mantengan en este nivel hasta el 2S24.

China: signos de estabilización de la actividad en medio de estímulos focalizados

Señales de estabilización económica a fines del tercer trimestre... El PMI manufacturero de la NBS subió a 50,2 en septiembre, frente a 49,7 en agosto. Según el desglose, las mejoras se vieron impulsadas por los componentes de nuevos pedidos y la producción. Asimismo, el índice no manufacturero aumentó 0,7 p.p. a 51,7, impulsado por el sector de la construcción, probablemente debido a la mejora de las inversiones en infraestructura. Por otra parte, la encuesta Caixin mostró un descenso tanto para el sector manufacturero (a 50,6 desde 51) como para el de servicios (a 50,2 desde 51,8). La diferencia se

debe principalmente a la composición de las distintas muestras, ya que la de la NBS representa mejor la economía doméstica. De todas maneras, estas cifras parecen indicar una estabilización de la actividad económica.

... en medio de estímulos más focalizados. En septiembre, el PBoC anunció un recorte de 25pb del encaje, el segundo de este año. A futuro, prevemos otro recorte de 25pb en el 4T23, así como también, otra baja de 10-15pb en la tasa crediticia a 1 año plazo, además de la tasa de interés preferencial a 1 año y la tasa a 7 días. En el frente fiscal, las autoridades ya emitieron todos los bonos especiales de los gobiernos locales de 2023 para apoyar el dinamismo del sector de infraestructuras, donde esperamos una pronta emisión de la cuota de bonos de 2024. En este sentido, no prevemos nuevos estímulos para el sector inmobiliario. En nuestra visión, este estímulo es realmente un ajuste, más que un impulso masivo de la demanda al estilo del 2009.

Mantenemos nuestras previsiones para el PIB en 4,9% para 2023 y 4,1% para 2024. Recientemente publicamos un informe detallado sobre la economía china (ver la versión en inglés [aquí](#)) en el que analizamos lo que consideramos los temas principales (tanto a corto como a largo plazo) para la economía del país, incluidas las estimaciones del PIB potencial, la demanda estructural de vivienda, las comparaciones con la recesión de Japón en los años 90 y la posibilidad de verse desplazado por India en la economía mundial. En resumen, prevemos un panorama complejo para China a futuro, dada la debilidad del sector inmobiliario, las tensiones geopolíticas, dinámicas demográficas y el deterioro del entorno empresarial.

Commodities: suben los precios del petróleo (el Brent sube 5 dólares/barril a 90 dólares/barril) en un contexto de balances oferta-demanda más restrictivos

Dados los recortes adicionales de producción de Arabia Saudita, actualizamos nuestra previsión para el Brent a 90 dólares/barril para 2023 (desde 85 dólares/barril). Recientemente, Arabia Saudita prorrogó hasta fin de año el recorte de un millón de barriles diarios de petróleo, lo que ajusta más la balanza de oferta-demanda mundial. Los precios han oscilado entre 85 y 95 dólares por barril, mientras que la curva se encuentra ahora en *backwardation* (precios a corto plazo son más altos que los de largo

plazo). A futuro, el *backwardation*, los precios más bajos de productos relacionados con el petróleo (menor *spread* del crack) y una moderación del crecimiento económico mundial deberían impedir que los precios del petróleo suban aún más. Por supuesto, el conflicto entre Israel y Hamás plantea riesgos adicionales al alza para los precios del petróleo.

América Latina: un escenario externo más complejo

Las condiciones financieras mundiales más restrictivas han llevado una importante depreciación de las monedas en la región.

Aun así, muchos bancos centrales ya comenzaron a flexibilizar sus políticas monetarias, aunque tanto la magnitud del ciclo como el ritmo de los recortes dependerán de la evolución del escenario externo. En Brasil, esperamos que el Banco Central continúe con el ciclo de flexibilización iniciado en agosto, llevando la tasa Selic a 11,50% en 2023 y a 9,00% en 2024. En Perú, como esperábamos, el BCRP inició el ciclo de flexibilización en septiembre y creemos que el proceso continuará en los próximos meses, llevando la tasa de política monetaria a fines de 2023 a 6,75% y 4,0% para 2024 (ambas sin cambios). En Chile, todavía esperamos que el BCCh mantenga el ritmo actual de flexibilización este año, llevando la tasa de política a 8,0% para fin de año, en línea con la guía de política del Consejo del BCCh; sin embargo, ahora esperamos una tasa terminal más alta en 2024, de 5% (4,5% anteriormente). En Colombia, esperamos que BanRep inicie el ciclo en diciembre, llevando la tasa de política a 12,75% para fin de año (12,50% anteriormente). Por último, ahora anticipamos un inicio posterior del ciclo de flexibilización en México, debido a una actividad mejor de lo esperado, un presupuesto fiscal más expansivo para 2024 y una trayectoria gradual de desinflación del IPC subyacente. Ahora esperamos que Banxico mantenga la tasa de política sin cambios en 11,25% hasta fin de año, con recortes de 25pb a partir de principios de 2024. Con todo, los riesgos apuntan a tasas terminales más altas, ya que las condiciones financieras mundiales continúan bajo tensión.

Si bien el proceso de desinflación ha continuado en las principales economías de la región, existen presiones al alza provenientes de varios factores, que van desde la depreciación de la moneda hasta los mayores precios del petróleo y shocks transitorios relacionados con el clima. Para el cierre de este año se revisó al alza la inflación en Chile, Colombia y México. Por otra parte, nuestras

previsiones de inflación se mantuvieron sin cambios para Brasil y Perú.

Será clave monitorear la política fiscal en la región para el próximo año, ya que varios gobiernos han anunciado aumentos del gasto mayores de lo esperado para 2024. Una política fiscal más expansiva plantea riesgos de una trayectoria de desinflación aún más lenta, junto a mayores déficits, ya que los ingresos pueden tener un desempeño inferior, en el contexto de condiciones financieras mundiales más duras y la persistencia de fenómenos climáticos. Por cierto, también implican alzas en la deuda pública. La política fiscal se volvió aún más expansiva recientemente en Argentina, lo que acentúa sus desequilibrios macroeconómicos, con la primera vuelta de las elecciones presidenciales programada para fines de este mes. El próximo gobierno tendrá que administrar una economía frágil e implementar medidas políticas para abordar de manera creíble los desequilibrios macroeconómicos.

Global | Proyecciones y datos

	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	2,9	
EUA - %	2,9	2,3	-3,4	6,7	2,1	2,3	2,3	1,2	1,2	
Zona del Euro - %	1,8	1,6	-6,3	5,6	3,4	0,4	0,5	0,5	0,7	
China - %	6,7	6,0	2,3	8,1	3,0	4,9	4,9	4,1	4,1	
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	4,5	4,0	4,0	3,5	
USD/EUR - final del período	1,15	1,12	1,22	1,13	1,07	1,05	1,05	1,05	1,05	
CNY/USD - final del período	6,88	7,01	6,54	6,37	6,92	7,30	7,30	7,30	7,30	
Índice DXY (*)	96,2	96,4	89,9	95,7	103,5	105,9	104,9	105,0	104,3	

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

La persistencia de la inflación reduce las probabilidades de recorte de la tasa en octubre

- ▶ Aunque la actividad se está desacelerando, el proceso de desinflación se desarrolla gradualmente y las expectativas de inflación a mediano plazo se mantienen muy por encima de la meta de 3%, lo que probablemente conducirá a un ciclo de flexibilización aún más gradual. Sin embargo, dado que dos de los siete miembros de la Junta del BanRep ya votaron a favor de que el ciclo de flexibilización comience en septiembre, es probable que se introduzcan recortes de la tasa este año. Ahora prevemos una tasa a fin de año de 12,75% (+25pb respecto a nuestro escenario anterior), y de 7,5% al cierre de 2024 (+50pb).

Elecciones regionales en octubre

Un sondeo de opinión de Datexco mostró que el nivel de aprobación del presidente Petro se mantuvo en 30% durante la tercera semana de septiembre, mientras que el nivel de desaprobación subió ligeramente a 63%, el más alto desde que asumió el cargo. El presidente alentó manifestaciones sociales pacíficas en septiembre, con el fin de recabar apoyo para el programa de reformas del gobierno. Toda la atención se centra en las elecciones regionales de fin de mes, en las que las encuestas dan ventaja a los candidatos de partidos independientes o de oposición en las principales ciudades. Los resultados podrían determinar la dirección en la que avance el Congreso; bien para colaborar con el Gobierno en su programa de reformas, o para adoptar una postura de oposición dura y asumir el control de la agenda legislativa.

No se espera que cambie la regla fiscal

Los cambios en la regla fiscal necesitarían la aprobación del Congreso. Recientemente, el director del Departamento Nacional de Planeación, Jorge Iván González, sostuvo que la regla fiscal es demasiado inflexible y que los funcionarios discutirían cómo hacerla menos rígida. Sin embargo, este planteamiento fue rápidamente rechazado por el ministro de Hacienda Bonilla. No obstante, persisten los riesgos fiscales. En julio, el Comité Autónomo de Regla Fiscal dijo que el gobierno corre el riesgo de incumplir la regla fiscal debido a un posible desajuste entre el gasto previsto y los ingresos esperados. La regla fiscal apunta a un equilibrio del balance primario para este año, pero un presupuesto de gastos generoso (crecimiento nominal del gasto de 19%), junto con los crecientes riesgos de ingresos insuficientes, aumentan las probabilidades de desvío.

Junta dividida

Tras un débil crecimiento en el 2T23, la actividad siguió debilitándose en julio. El indicador de actividad coincidente (ISE) cayó 0,7% de junio a julio (desestacionalizado; -2,2% trimestral anualizado desestacionalizado en el 2T23), lo que se tradujo en una expansión de 1,2% interanual (1,7% en junio). Aunque el mercado laboral sigue evolucionando favorablemente (en general, responde con retraso al ciclo económico), la elevada inflación, el aumento de las tasas de interés comerciales, el debilitamiento de las exportaciones y el deterioro de la confianza empresarial apuntan a que persistirá una dinámica de actividad más débil.

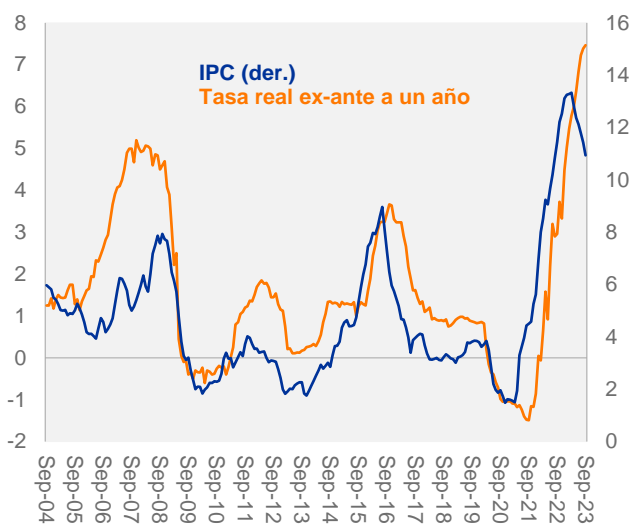
La reducción del déficit comercial sigue siendo lenta. El déficit comercial alcanzó 600 millones de dólares en julio, lo que supone un incremento de 100 millones de dólares en un año. Como resultado, el déficit comercial acumulado de 12 meses alcanzó los 13.136 millones de dólares, disminuyendo desde los 14.536 millones de dólares registrados en 2022 (15.259 millones de dólares en 2021). En el margen, las exportaciones se contrajeron 6,7% trimestral anualizado desestacionalizado (-7,7% en el 2T23, -9,4% en el 1T23), algo más que la caída de las importaciones, confirmando sólo una corrección gradual del déficit comercial a futuro.

La inflación anual sigue bajando. Los precios al consumidor aumentaron 0,54% de agosto a septiembre (0,95% en septiembre de 2022), con lo que la inflación anual descendió 44pb en agosto a 10,99%, aunque continúa sin ser significativamente inferior al máximo de 13,34% registrado en marzo. La inflación de energía se mantiene en un nivel elevado, ya que siguen reduciéndose los subsidios a los precios de la gasolina, mientras que los cierres de carreteras por causas

meteorológicas ralentizaron la bajada de los precios de los alimentos. Tras una caída en agosto, la inflación de servicios volvió a repuntar en septiembre, aumentando 5pbs hasta un nuevo máximo de 9,51%. La inflación subyacente se moderó 29 pbs, hasta el 9,8%. En el margen, estimamos que los rubros volátiles (impulsados por choques de oferta) están provocando un repunte de la inflación total, que acumula un 8,7% en el trimestre (SA, anualizado), frente al 7,4% del 2T23. La inflación subyacente mantuvo su tendencia a la baja hasta el 6,0% (SA, anualizada), frente al 9,3% del 2T23 (13,8% en el 1T23). La encuesta de analistas del Banco Central sigue mostrando unas expectativas de inflación a dos años del 3,9%, muy por encima del objetivo del 3%

La Junta del Banco Central optó por mantener la tasa en 13,25% en septiembre, pero dos de los siete miembros de la Junta se pronunciaron a favor de un recorte de 25pb. El mensaje general del presidente Villar y del ministro de Hacienda Bonilla en la conferencia de prensa fueron diferentes. El primero se ubicó en el bando más conservador, favoreciendo la acumulación de más información que confirmara una tendencia a la baja de la inflación para evitar un error de política (postura que mantiene la mayoría de la Junta). Mientras tanto, el segundo mostró su preferencia por iniciar el ciclo antes, confirmando que la caída de la inflación, más lenta de lo previsto, se debe en parte a la reducción del subsidio al combustible, y que en general, hay señales claras de una tendencia inflacionaria a la baja y crecientes signos de desaceleración económica.

Tasa real significativamente contractiva



Fuente: BanRep; Dane

La persistente inflación lleva a una desaceleración del ciclo de flexibilización

El aumento de las tasas de interés promedio y de la inflación nos lleva a revisar a la baja 20pb nuestra previsión de PIB a 1,4% para 2024. Continuamos esperando un crecimiento del PIB de 1,0% este año, desde 7,3% en 2022.

El debilitamiento de la demanda interna consolidaría la reducción del déficit de cuenta corriente. Seguimos esperando un déficit de cuenta corriente de 3,5% del PIB este año (6,2% en 2022) y mantenemos un tipo de cambio de 4100 pesos/dólar para fin de año (considerando cierta reversión de los niveles al contado a medida que disminuye el sentimiento de aversión al riesgo, y teniendo en cuenta nuestras previsiones de precios más altos del petróleo). Para 2024, la reducción de los diferenciales de la tasa de interés contribuiría a un debilitamiento de la moneda a 4.300 pesos/dólar para fin de año.

Senda de desinflación más lenta. La persistente inflación, presionada por los precios indexados de los servicios públicos y los incrementos de los precios de los combustibles, junto con la expectativa de presiones alimentarias provocadas por El Niño, nos llevan a elevar nuestra previsión de inflación de fin de año 20pb a 9,5% para 2023. Para 2024, el aumento parcial previsto de los precios del diésel y las mayores presiones de indexación nos llevaron a elevar nuestra previsión 30pb a 4,8%.

Aunque la senda de convergencia de la inflación es más gradual, la creciente debilidad de la demanda interna sugiere que la Junta optará por bajar gradualmente la tasa en los próximos meses. El calendario del inicio del ciclo sigue sin estar claro: un recorte de 25 pbs a fines de este mes o un inicio del ciclo posterior con 50 pbs de recorte, en diciembre. La evolución de las expectativas de inflación en la próxima encuesta del Banco Central desempeñará probablemente un papel clave. Ahora prevemos una tasa a fin de año de 12,75% (+25pb respecto a nuestro escenario anterior), cerrando el próximo año en 7,5% (+50pb, aún muy por encima de la tasa neutral nominal de alrededor de 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	1,0	1,0	1,4	1,6	
PIB nominal - USD mil millones	334	323	270	322	344	378	377	430	429	
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	6.626	7.239	7.226	8.160	8.138	
Tasa de desempleo (prom. anual)	10,0	10,9	16,7	13,8	11,2	10,3	10,3	10,5	10,4	
Inflación										
IPC - %	3,2	3,8	1,6	5,6	13,1	9,5	9,3	4,8	4,5	
Tasa de interés										
Tasa de referencia - final del año - %	4,25	4,25	1,75	3,00	12,00	12,75	12,50	7,50	7,00	
Balanza de pagos										
COP / USD - final del período	3.254	3.287	3.428	4.070	4.850	4.100	4.100	4.300	4.300	
Balanza comercial - USD mil millones	-7,0	-10,8	-10,1	-15,3	-14,3	-8,5	-8,5	-6,0	-6,0	
Cuenta Corriente - % PIB	-4,2	-4,6	-3,4	-5,6	-6,2	-3,5	-3,5	-3,2	-3,2	
Inversión Extranjera Directa - % PIB	3,4	4,3	2,8	3,0	5,1	3,6	3,6	3,0	3,0	
Reservas Internacionales - USD mil millones	47,9	52,7	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	56,9	56,0	59,4	58,2	

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.itaub.com.br/atenda-itaub/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.