

# Escenario macro - Colombia



Escenario Macro | 16 de agosto de 2022

## Economía global

Las tasas de interés de las economías desarrolladas subirían a territorio contractivo debido a las presiones inflacionarias, y a pesar de la desaceleración de la actividad. .... 2

Los futuros movimientos de los bancos centrales pasarán a depender aún más de la evolución de los datos de corto plazo.

## Colombia

Ingresos fiscales adicionales financiarán mayor gasto, no una reducción más rápida del déficit fiscal ..... 8

La resiliencia de la demanda interna y las elevadas expectativas de inflación probablemente llevarán al Banco Central a aplicar nuevas alzas de tasa.

## Revisión de Escenario

### Mundo

	2021		2022		2023	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	6,1	2,8	2,9	2,4	2,6	

### Brasil

	2021		2022		2023	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	4,6	2,2	2,0	0,2	0,2	
BRL / USD (dic)	5,57	5,25	5,25	5,50	5,50	
Tasas de interés (dic) - %	9,25	13,75	13,75	11,00	9,75	
IPCA (%)	10,1	7,0	7,2	5,3	5,6	

### Argentina

	2021		2022		2023	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	10,3	2,5	2,5	-1,5	0,0	
ARS / USD (dic)	102,75	180,00	162,00	345	290	
BADLAR (dic) - %	34,10	70,00	58,00	70	58	
Tasa de referencia - %	38,0	78,0	60,0	78	60	
IPC - %	50,9	95,0	85,0	95	85	

### Colombia

	2021		2022		2023	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	10,7	6,5	6,3	1,2	1,7	
COP / USD (dic)	4070	4300	4100	4350	4150	
Tasas de interés (dic) - %	3,00	10,50	9,50	7,50	6,50	
IPC - %	5,6	10,0	9,0	5,5	5,0	

Fuente: Itaú.

### América Latina y el Caribe

	2021		2022		2023	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	6,8	2,5	2,1	0,3	0,3	

### México

	2021		2022		2023	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	4,8	1,8	1,8	0,9	0,9	
MXN / USD (dic)	20,53	20,50	20,50	21,00	21,00	
Tasas de interés (dic) - %	5,50	9,75	9,25	9,75	9,25	
IPC - %	7,4	7,7	7,7	5,0	5,0	

### Chile

	2021		2022		2023	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	11,7	2,0	2,0	-1,0	-1,0	
CLP / USD (dic)	851	930	930	930	930	
Tasas de interés (dic) - %	4,00	10,75	10,00	6,00	6,00	
IPC - %	7,2	13,0	12,0	4,7	4,5	

### Perú

	2021		2022		2023	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	13,5	2,0	2,0	1,8	1,8	
PEN / USD (dic)	4,00	4,00	3,90	4,00	3,90	
Tasas de interés (dic) - %	2,50	7,00	7,00	7,00	7,00	
IPC - %	6,4	7,5	6,8	3,7	3,7	

## Economía global

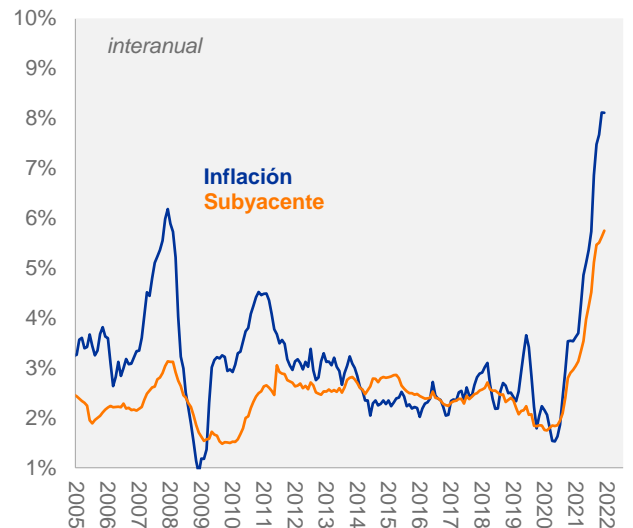
Las tasas de interés de las economías desarrolladas subirían a territorio contractivo debido a las presiones inflacionarias, y a pesar de la desaceleración de la actividad

- ▶ Las tasas de interés de las economías desarrolladas volvieron a niveles neutrales, por lo que futuros movimientos de los bancos centrales pasarán a depender aún más de la evolución de los datos de corto plazo. Mientras que la inflación mundial de bienes se reduce, la inflación de servicios se mantiene alta y requiere que las tasas se mantengan en niveles contractivos.
- ▶ Estados Unidos: revisamos a la baja nuestra previsión de crecimiento del PIB a 1,6% en 2022, desde 2,0%, y 0,8% en 2023, desde 1,0%, aunque la persistencia de la inflación llevará a la Fed a seguir subiendo la tasa (2022 3x50pb a 3,8%, 2023 a 4,1%).
- ▶ Europa: recesión en 2023 (ahora prevemos un crecimiento del PIB de -0,5%, desde 0,7%) debido a la crisis de racionamiento energético. El BCE seguirá subiendo las tasas este año a 1,0% (1x50, 2x25pb) ya que persiste la inflación elevada.
- ▶ China: esperamos un crecimiento del PIB de 3,2% (desde 4,2% anteriormente) en 2022 y de 5,0% en 2023, ya que el sector inmobiliario no ha respondido a los estímulos como en ciclos anteriores.
- ▶ Commodities: previsiones de precios más bajos para el petróleo (100 dólares/barril, desde 110 dólares), el hierro (110 dólares/tn, desde 130 dólares) y los productos agrícolas (maíz a 650 dólares/bushel desde 765 dólares, trigo a 850 dólares/bushel desde 1000 dólares).
- ▶ América Latina: un 2023 complejo.

Las tasas de economías desarrolladas vuelven a niveles neutrales, la inflación de bienes baja, pero la persistencia de la inflación de servicios exige tasas contractivas

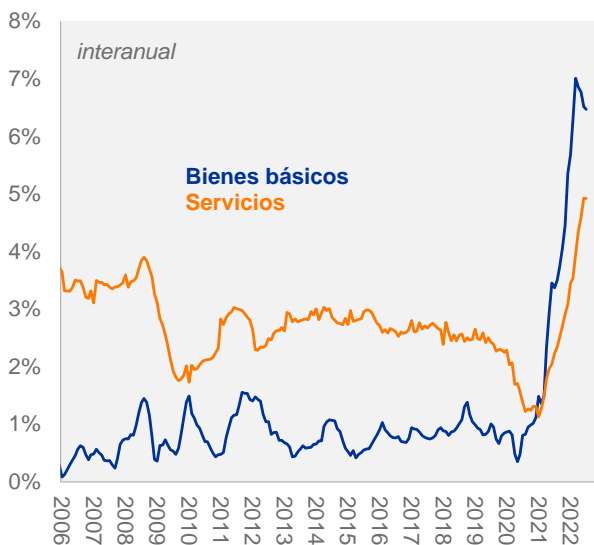
La inflación global (general y subyacente) sigue siendo muy elevada. El shock inicial de 2021 provino de la inflación de bienes y este año se generalizó, alcanzando a los servicios (ver gráficos).

Alto nivel de la inflación global...



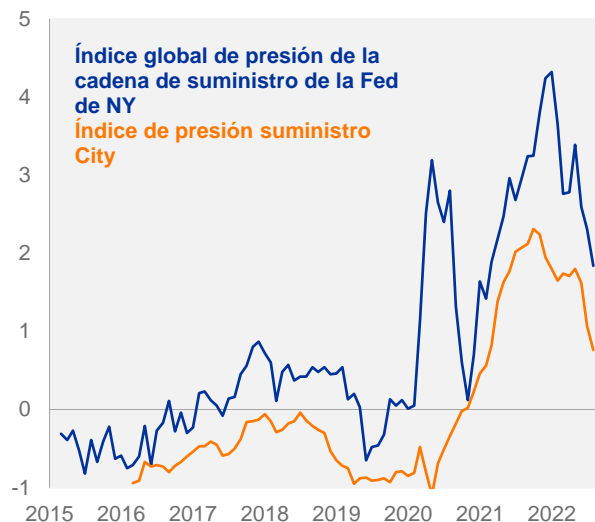
Fuente: Haver, Itaú

**... tanto de bienes como de servicios**



Fuente: Haver, Itaú

**Disminución de la presión sobre la cadena de suministro global**

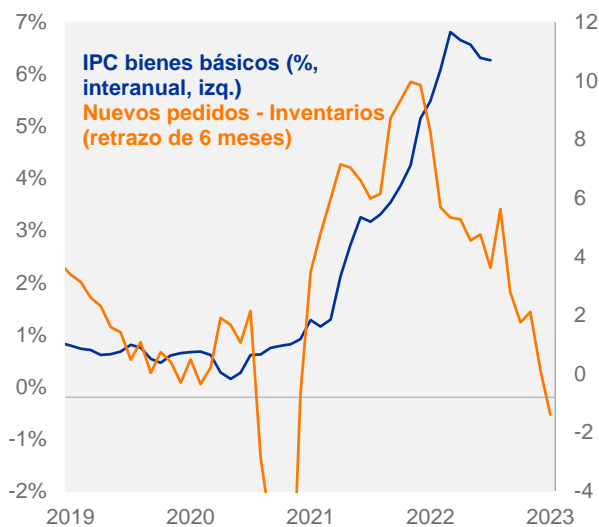


Fuente: BBG, Itaú

**El descenso de los precios de los commodities y la reducción de las presiones de la cadena de suministro indican que la inflación mundial de bienes está bajando.** Los PMI muestran que la demanda de bienes se está desacelerando en varios países, lo que también contribuye a aliviar las presiones de oferta, a medida que la producción se normaliza. Por lo tanto, es probable que la inflación de los bienes disminuya en el futuro y podría marcar el inicio de una etapa de desinflación global.

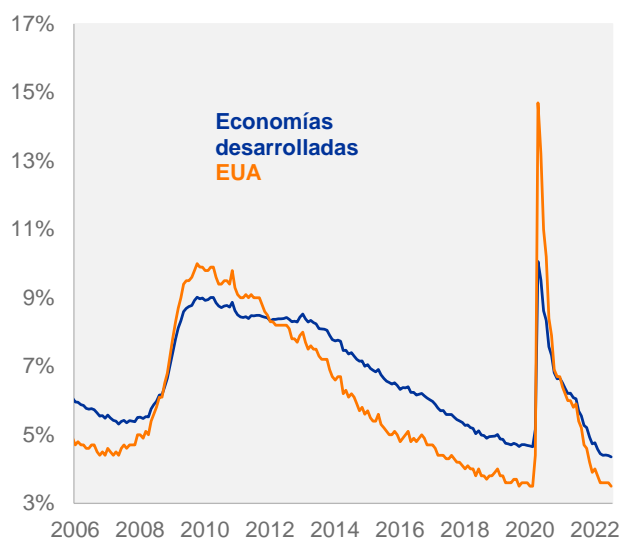
**Por otra parte, la inflación de los servicios será persistente.** La rigidez de los mercados laborales y el rápido aumento de los salarios mantendrán elevada la inflación de los servicios. Esperamos que la inflación global caiga a 5,0% anual (frente a 8,1% actualmente) y la inflación subyacente a 4,6% (frente a 5,8% actualmente) a fin de año, considerando una caída de los precios de los bienes, pero una inflación de servicios persistirá en un nivel alto.

**Nuevos pedidos - los inventarios indican caída futura del IPC global de bienes básicos**



Fuente: Haver, JPM, Itaú

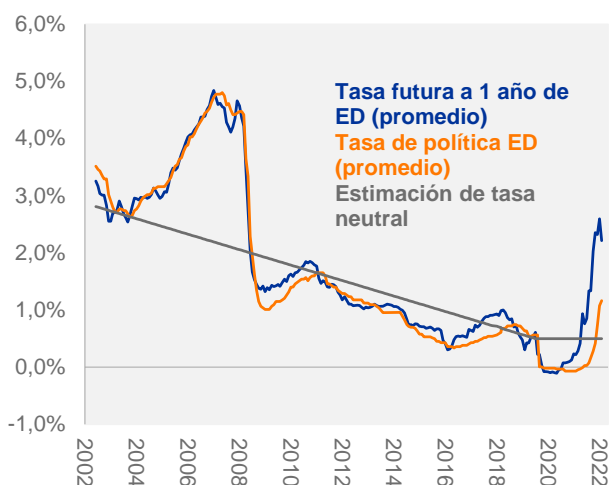
**El bajo nivel de desempleo provoca una presión inflacionaria sobre las economías desarrolladas.**



Fuente: Haver, Itaú

**Así, las tasas de las economías desarrolladas volvieron a situarse en niveles neutrales, y probablemente restrictivos.** Los bancos centrales de todas las economías desarrolladas ya alcanzaron niveles de tasa de interés neutrales o por encima, y pasaron a adoptar un enfoque más "dependiente de los datos" a futuro. La persistencia de elevada inflación de servicios debería llevar a que las tasas de interés continúen aumentando hasta alcanzar niveles contractivos.

**Tasas de interés de economías desarrolladas nuevamente en nivel neutral**



ED incluidos Estados Unidos, zona del euro, Japón, Noruega, Suecia, Australia, Nueva Zelanda, Canadá y Suiza

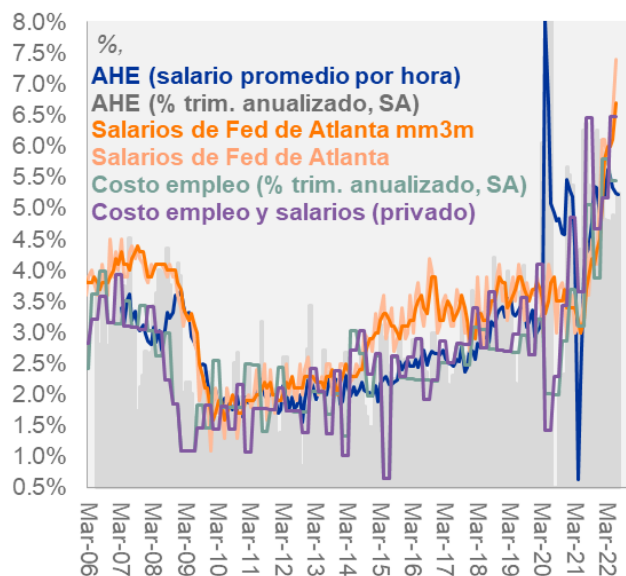
Fuente: BBG, Itaú

**Estados Unidos: crecimiento más débil, aunque la persistente inflación lleva a la Fed a 3,8% en 2022 y 4,1% en 2023**

**El PIB cayó 1,3% (promedio trimestral anualizado desestacionalizado) en el 1S22, aunque no vemos recesión aún, gracias a un mercado laboral muy estrecho.** El PIB fue de -1,6% trimestral anualizado desestacionalizado en el 1T y de -0,9% en el 2T. Sin embargo, mientras que el descenso del 1T estuvo liderado por las exportaciones netas (contribución de -3,9 p.p.), la caída del 2T estuvo liderada por un retroceso de los inventarios (contribución de -2,2 p.p.), mientras que el consumo de los hogares siguió subiendo (+1,8% en el 1T y +1,0% en el 2T). El mercado laboral también se mantuvo muy estrecho: las nóminas fueron de 528.000 en julio (promedio de 3 meses de +437.000) y la tasa de desempleo se ubicó en 3,5% (promedio de 3 meses de 3,6%, en los niveles anteriores al COVID-19). Estos factores indican que la economía estadounidense no está, o todavía no está, en recesión. En consecuencia, los

salarios siguen acelerándose según varias métricas (índice de salario de la Fed de Atlanta 7,4%, índice de costo de empleo 6,5%, salario promedio por hora 5,2%, ver gráfico).

**La dinámica salarial se mantiene sólida**



Fuente: Haver, Itaú

**A pesar de la desaceleración de la inflación de los bienes básicos, la de los servicios sigue siendo elevada y persistente.** Al igual que la inflación mundial, descrita anteriormente, la demanda de bienes se está desacelerando y debería seguir presionando a la baja la inflación de bienes. Sin embargo, la rigidez del mercado laboral y el aumento de los salarios harán que la inflación de los servicios siga siendo elevada, persistente y generalizada, por lo que es poco probable que se desacelere pronto.

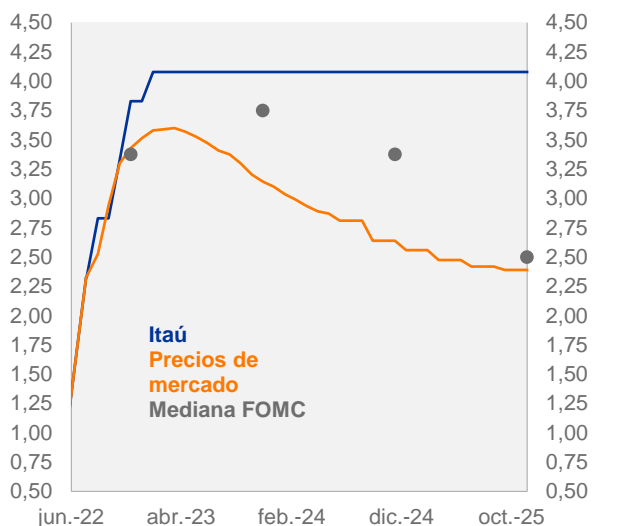
### Los salarios ejercen presión sobre los precios de los servicios



Fuente: Haver, Itaú

**Esperamos que la Fed suba la tasa a 3,8% a fines de 2022 (3x50pb) y 4,1% en 2023.** La persistencia de la inflación no permitirá a la Reserva Federal desacelerar el ritmo de alzas de tasa a 25pb hasta fin de año y es probable que requiera que las tasas se mantengan en o por encima de 4% durante algún tiempo. Los mercados prevén una tasa terminal más baja, en 3,6%, con recortes ya a partir de mayo del año que viene, lo que nos parece demasiado pronto.

### La Fed subiría la tasa 3x50 en 2022



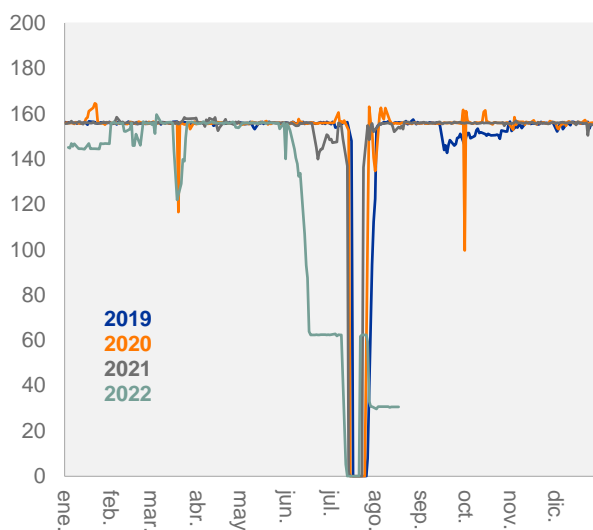
Fuente: BBG, Itaú

### Europa: la previsión de crecimiento del PIB baja a -0,5% para 2023 debido al racionamiento energético

**La actividad se ha mantenido por ahora, pero los indicadores apuntan a débiles perspectivas a futuro.** El PIB del 2T se situó en 0,7% (0,5% en el primer trimestre), con fuertes registros en Italia, España y Francia gracias a la fortaleza del turismo. Pero los indicadores líderes sugieren una moderación en el segundo semestre. El índice PMI compuesto cayó por debajo de 50 en julio (49,4; 52 anteriormente), con débiles cifras en el sector manufacturero y de servicios.

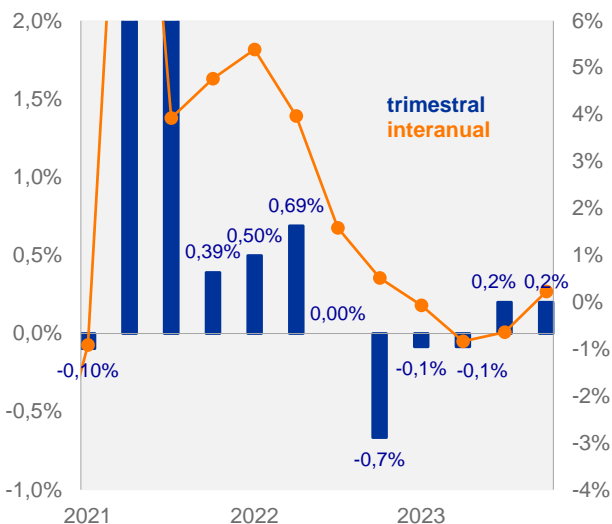
**Redujimos nuestras previsiones del PIB a -0,5% (0,7% anteriormente) en 2023, incorporando los shocks energéticos.** El suministro de energía a la región está en peligro, ya que Rusia cortó el flujo de gas a través del importante gasoducto Nord Stream en julio. En estos momentos, el flujo se reduce al 20% de su capacidad habitual (ver gráfico). En medio de las tensiones geopolíticas debido al conflicto en Ucrania, la normalización a corto plazo es poco probable. Por tanto, será necesario un racionamiento energético en los países que dependen del gas ruso para la mayor parte de sus necesidades energéticas, como Alemania e Italia. Si el flujo de Nord Stream vuelve a ser de 40%, el PIB de la eurozona caerá probablemente 2 p.p., o 2,8 p.p. si el flujo se mantiene en 20%. Por ahora, vemos más probable que el primer escenario se materialice a partir del 4T22 (ver gráfico).

### El flujo del Nord Stream a Alemania se encuentra en 20% de su capacidad



Fuente: BBG, Itaú

### El PIB de la zona del euro baja con los problemas energéticos



Fuente: Haver, Itaú

### Hay otros riesgos para el suministro energético de la UE, como el bajo nivel del río Rin y la generación nuclear de Francia.

El bajo nivel de agua del río Rin es un obstáculo para la navegación interior en Alemania. Sin embargo, el problema podría tener un impacto más importante esta vez, ya que se están utilizando centrales eléctricas de carbón para garantizar el suministro de electricidad ante la reducción significativa del suministro de gas: la mayor parte del carbón se transporta a través de la navegación interior. En Francia, la producción de electricidad de origen nuclear descendería por problemas de corrosión y mantenimiento.

### La inflación sigue alcanzando nuevos máximos.

El IPC subió a 8,9% interanual en julio (anterior: 8,6%) y el IPC subyacente a 4,0% (anterior: 3,7%), con un aumento de los servicios (3,4%, anterior: 3,7%) y los bienes no energéticos (4,5%, anterior: 4,3%). La inflación seguirá sufriendo presiones en el futuro, ya que las medidas temporales del gobierno están a punto de expirar (por ejemplo, el pasaje de tren con descuento alemán) y los índices se verán afectados por precios mucho más altos del gas. Prevemos que la inflación general alcanzará un máximo de 10% interanual en septiembre.

### En medio de las presiones inflacionarias, esperamos que el BCE suba la tasa a 1,0%.

En su reunión de julio, el BCE subió la tasa 50pb, saliendo de territorio negativo (tasa de depósito: 0,0%, anterior: -0,50%), con un lineamiento futuro dependiente de los datos para las próximas reuniones. En la conferencia de prensa, la presidenta Lagarde reforzó el enfoque

en la inflación, ya que "es probable que siga siendo indeseablemente alta durante algún tiempo" y los riesgos apuntan al alza. A futuro, esperamos que el BCE vuelva a subir las tasas 50pb en septiembre, en medio de una inflación todavía en alza, y 25pb en sus reuniones de octubre y diciembre, para terminar el ciclo de subas en 1,0%, ya que el impacto de la actividad será más pronunciado. El BCE también anunció una fuerte herramienta anti-fragmentación (apoyo unánime y compras ilimitadas) con condicionalidades fiscales. Desde entonces, los diferenciales de la periferia se han moderado.

### China: reducción de la previsión de crecimiento a 3,2% en 2022 y a 5,0% en 2023, ya que el sector inmobiliario aún no ha respondido a los estímulos

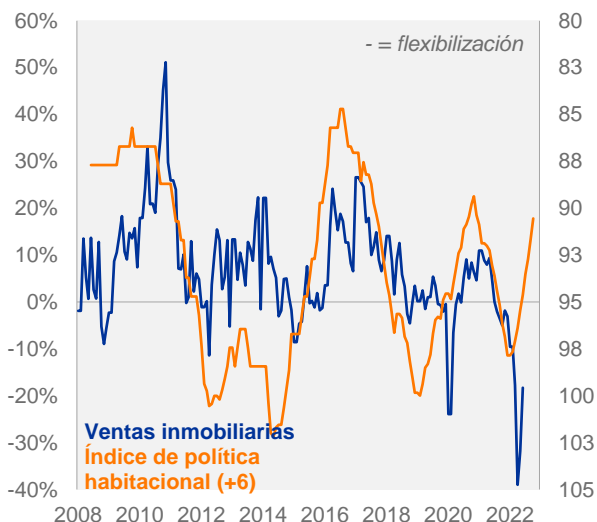
#### Nueva normalización de la actividad tras el shock de la variante Ómicron.

El PIB del 2T cayó 2,6% (1T: 1,4%), mostrando el gran impacto de las restricciones por el virus. Los datos de junio confirman la reanudación de la actividad y la entrada en vigor de los estímulos. La producción industrial se situó en 3,9% interanual (anterior: 0,7%), con una recuperación del sector manufacturero. Las ventas minoristas repuntaron a 3,1% interanual (anterior: -6,7%), lideradas por el sector automotriz gracias a la reducción de los impuestos sobre la compra de vehículos. La inversión activo fijo aumentó 6,1% interanual (anterior: 6,2%), con un crecimiento de la inversión en infraestructura de 12% interanual (anterior: 7,9%), lo que probablemente refleja los efectos de las políticas de estímulo en la transferencia del aumento de los bonos especiales de los gobiernos locales desde mayo. Por otra parte, el PMI manufacturero cayó a 49 en julio, en un escenario de debilidad de la demanda mundial.

#### Sin embargo, el sector inmobiliario no respondió a los estímulos como en ciclos anteriores.

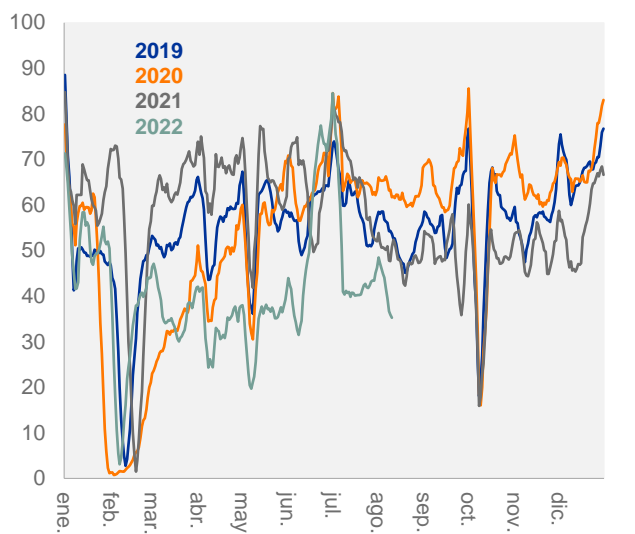
A pesar de todas las medidas de flexibilización (como muestra nuestro índice de política de vivienda -ver gráfico), las ventas inmobiliarias no mejoraron, como ocurrió en ciclos anteriores. Los datos diarios muestran que las ventas inmobiliarias siguen estando por debajo de los niveles de 2019/2021 (ver gráfico). En nuestra opinión, el financiamiento de los desarrolladores inmobiliarios sigue sintiendo el impacto de las medidas de endurecimiento adoptadas el año pasado, lo que perjudica la confianza de los consumidores. Por tanto, serán necesarias nuevas medidas de apoyo al sector.

**Las ventas inmobiliarias no responden a los estímulos**



Fuente: Haver, Itaú

**Las ventas inmobiliarias diarias aún por debajo de los niveles de 2019/2020**



Fuente: Wind, Itaú

**Ahora prevemos un PIB de 3,2% (desde 4,2%) en 2022 y mantenemos nuestra previsión de 5,0% para 2023.** Seguimos esperando buenos resultados en el 2S22, aunque inferiores a nuestra proyección anterior. También consideramos que las políticas económicas de China están en contraposición con el resto del mundo. Las autoridades chinas endurecieron sus políticas el año pasado y pasaron a adoptar más medidas de flexibilización a fines del año pasado, mientras que el resto del mundo (las economías desarrolladas en particular) empezaron a retirar los estímulos en 2022. Sin embargo, el estímulo de China no será suficiente para levantar la economía mundial esta vez.

**Commodities: menor demanda mundial reduce precios de los metales y la energía; menores precios agrícolas debido a la mayor oferta**

**Prevedemos una reducción de los precios de los metales debido a una menor demanda mundial.** Desde 2020, los precios de los metales han estado bajo presión debido a la muy fuerte demanda de bienes en EE.UU. Esta vez, no fue un boom de China. Por lo tanto, a medida que la demanda de bienes de EE.UU. vuelva a su tendencia anterior al COVID-19, es probable que los precios de los metales también se corrijan. En el caso del cobre, esperamos que los precios se sitúen en 6.800 dólares/t para fin de año (ahora se encuentran en 7.990 dólares). En cuanto al mineral de hierro, redujimos nuestra previsión de fin de año a 110 dólares/t (desde 130 dólares) debido al menor crecimiento chino (ver a continuación).

**El petróleo se esfuerza por alcanzar nuevos máximos: los precios del Brent oscilan entre 90-110 dólares/barril, mientras que la curva de futuros sigue en retroceso.**

Tras alcanzar cerca de 130 dólares/barril a mediados de marzo, debido al recrudecimiento del conflicto ruso-ucraniano, los precios del petróleo muestran cierto alivio desde el mes pasado, ya que el grueso de las expectativas iniciales de pérdida de exportaciones de crudo ruso no se materializó y empezamos a ver signos incipientes de enfriamiento de la demanda en los últimos datos de alta frecuencia. Aunque el equilibrio mundial para el petróleo sigue siendo algo ajustado debido a algunas restricciones de la oferta que siguen vigentes, vemos espacio para un balance de riesgos que apunta a la baja debido a los primeros signos de desaceleración económica y a los consiguientes efectos en la demanda de crudo. Un aumento del grado de cumplimiento de las sanciones petroleras impuestas a Rusia puede seguir planteando algunos riesgos al alza para los precios. Dicho esto, cuando examinamos los datos de las exportaciones rusas, aún no vemos un escenario de pérdidas de crudo relevantes, con nuestro escenario de referencia cercano a la pérdida actual de 1 mbd (el peor caso es una pérdida de 5 mbd para Rusia y un escenario intermedio de -3 mbd, con algunas pérdidas adicionales por una eliminación total del petróleo ruso por parte de la UE). Como resultado, y dada la incertidumbre y los riesgos geopolíticos relacionados, redujimos nuestra previsión de Brent para este año a 100 dólares/barril, desde 110 dólares/barril.

**Los precios de los cereales también registraron cierto alivio en las últimas semanas.** Los temores iniciales de pérdida de cosechas en Ucrania se están viendo parcialmente compensados por el crecimiento en otros países (por ejemplo, Canadá en el caso del

trigo y Brasil en el del maíz). A futuro, el clima sigue siendo una preocupación en Estados Unidos, sobre todo para el maíz (clima seco). Siguiendo la reciente tendencia de los precios, actualizamos nuestras previsiones para el trigo (8,5 dólares/bushel desde 10,0 dólares/bushel) y el maíz (6,5 dólares/bushel desde 7,65 dólares/bushel). Mantenemos la soja en 16,5 dólares/bushel para 2022.

## América Latina: un 2023 complejo.

**A pesar de la reducción de los precios de los commodities y del menor crecimiento económico mundial (sobre todo en EE.UU.), las presiones inflacionarias en la región aún no han cedido.** Por lo tanto, elevamos nuestras previsiones de inflación para este año en Argentina, Chile, Colombia y Perú. En Chile y Colombia, es probable que la inercia contribuya a elevar los precios al consumidor por encima de nuestras previsiones anteriores.

**Elevamos nuestras previsiones de tasa de política monetaria para 2022 o 2023 en todos los países, excepto en Perú.** En Chile, Colombia y México, ahora esperamos que las tasas de política alcancen un máximo de 10,75% (desde 10%), 10,5% (desde 9,5%) y 9,75% (desde 9,25%), respectivamente, este año. En Brasil, vemos menos recortes de la tasa de política en 2023 (a 11% el próximo año, frente a 9,75% en nuestro escenario anterior). En México y Colombia, esperamos que la tasa de política termine 2023 en 9,75% (desde 9,25% anteriormente) y 7,5% (desde 6,5% anteriormente), respectivamente.

**Una política monetaria más contractiva y un escenario mundial más adverso (incluidos los menores precios de los commodities) conducirán a una desaceleración más pronunciada del crecimiento en 2023 para Colombia (a 1,2%, desde 1,7% en nuestro escenario anterior) y Argentina (-1,5%, desde cero).** Para Brasil (0,2%), Chile (-1,0%), México (0,9%) y Perú (1,8%), también se prevé un débil crecimiento económico el próximo año.

**El endurecimiento de las políticas macroeconómicas y un entorno global más adverso no son los únicos factores que obstaculizan la expansión económica en Latinoamérica el próximo año.** Los riesgos políticos internos también desempeñan un papel importante. En Chile, aunque las encuestas sugieren que el texto redactado por la Convención Constituyente probablemente será rechazado en el plebiscito del 4 de septiembre, el grueso de la población sigue estando a favor de un nuevo texto constitucional, lo que mantiene elevada la incertidumbre. En Colombia, una propuesta de reforma fiscal para financiar un mayor gasto podría afectar la competitividad económica (en un momento en el que el déficit de cuenta corriente ya es amplio) y podría tener un impacto limitado en el importante déficit fiscal del país (dado que el objetivo del gobierno es utilizar los recursos para reducir la desigualdad y la pobreza). En Brasil, es probable que el estímulo fiscal adicional para este año se convierta en permanente, lo que se suma a los retos existentes de reducción de la deuda pública, sin un ancla fiscal creíble (como el techo de gasto del gobierno federal). Por último, el nuevo ministro de Economía de Argentina se comprometió a cumplir las metas acordadas con el FMI (incluida la consolidación fiscal y el aumento de las reservas), pero aún está por verse si se pueden superar las limitaciones políticas para aplicar los ajustes.



## Proyecciones: Economía global

	2017	2018	2019	2020	2021	2022F		2023F	
						Actual	Anterior	Actual	Anterior
<b>Economía mundial</b>									
Crecimiento del PIB Mundial - %	3,8	3,6	2,8	-3,1	6,1	<b>2,8</b>	2,9	<b>2,4</b>	2,6
EUA - %	2,3	2,9	2,3	-3,4	5,7	<b>1,6</b>	2,0	<b>0,8</b>	1,0
Zona del Euro - %	2,8	1,8	1,6	-6,5	5,3	<b>2,8</b>	2,5	<b>-0,5</b>	0,7
China - %	7,0	6,7	6,0	2,3	8,1	<b>3,2</b>	4,2	<b>5,0</b>	5,0
<b>Tasas de interés y monedas</b>									
Tasa Fed - %	1,30	2,27	1,55	0,09	0,08	<b>3,83</b>	3,83	<b>4,08</b>	4,08
Treasury 10 años (EUA), final del período - %	2,60	2,98	2,00	1,47	1,90	<b>3,40</b>	3,40	<b>3,50</b>	3,50
USD/EUR - final del período	1,20	1,15	1,12	1,22	1,13	<b>1,01</b>	1,05	<b>1,01</b>	1,05
CNY/USD - final del período	6,51	6,88	7,01	6,54	6,37	<b>6,75</b>	6,65	<b>6,75</b>	6,65
Índice DXY (*)	92,1	96,2	96,4	89,9	95,7	<b>106,6</b>	105,4	<b>105,5</b>	104,5

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

# Ingresos fiscales adicionales financiarán mayor gasto, no una reducción más rápida del déficit fiscal

- ▶ El gobierno de Gustavo Petro asumió en el poder y anunció una reforma tributaria que apunta a individuos de altos ingresos, empresas y la industria extractiva. La reforma tributaria apunta a recaudar en torno a 1,8% del PIB en 2023, pero incluso si se aprueba, la reducción del déficit fiscal será probablemente gradual, ya que el nuevo gobierno planea varios programas sociales que implicarán un alza del gasto fiscal.
- ▶ La resiliencia de la demanda interna y las elevadas expectativas de inflación probablemente llevarán al Banco Central a aplicar nuevas alzas de tasa. Ahora esperamos que el ciclo de alzas de tasa de interés cierre en 10,5% (100pb por encima de nuestro escenario anterior).

## Comienza una nueva era

**Petro inicia su mandato con grandes expectativas y amplio apoyo ciudadano.** El líder del Pacto Histórico, Gustavo Petro, se convirtió en el nuevo presidente con un 64% de aprobación en julio (42% en febrero), según INVAMER. El alto nivel de aprobación se produce tras una percibida moderación en sus posiciones desde la segunda vuelta y negociaciones para consolidar alianzas políticas en el Congreso. Según el estatuto de la oposición, los partidos políticos tendrán hasta el 7 de septiembre para declararse oficialistas, de oposición o independientes, aunque el pronunciamiento no es vinculante. El presidente reforzó su posición en el Congreso, especialmente con la presencia del Partido Liberal, lo que sugiere que el gobierno cuenta actualmente con una estrecha mayoría en ambas cámaras.

**Un día después de la entrada en funciones del gobierno de Gustavo Petro, el ministro de Hacienda, José Antonio Ocampo, presentó la reforma tributaria para financiar gasto social destinado a reducir la desigualdad y la pobreza.** La propuesta tiene como objetivo aumentar los ingresos fiscales en 25,9 billones de pesos (alrededor de 1,78% del PIB) durante 2023. Los cambios en los impuestos personales y en el impuesto sobre el patrimonio representan el 0,56% del PIB, mientras que los impuestos relacionados con las empresas añaden otro 0,38% (esto incluye la revisión de las exenciones, la contención de las deducciones, los cambios en el Impuesto de Industria y Comercio y la sobretasa permanente de 3 p.p. al sector financiero). Los impuestos sobre las exportaciones mineras (carbón, petróleo, oro y gas), en línea con la planteada transición energética del gobierno, añadirían un 0,40%. Los impuestos sobre las bebidas azucaradas, los alimentos altamente procesados y los plásticos

añadirían otro 0,18%, mientras que el resto de los ingresos (0,26%) está relacionado en parte con la eliminación de la iniciativa de jornadas libres de IVA. La recaudación promedio anual estimada para el período 2024-2033 es de 1,45% del PIB. Previo al ingreso de la reforma tributaria, las agencias de calificación de riesgo esperarían antes de realizar una nueva evaluación. Recientemente, Fitch ratificó la calificación BB+ y la perspectiva estable para Colombia, señalando que la consolidación fiscal y el desempeño del crecimiento a mediano plazo serán clave para determinar futuros ajustes de calificación. Es probable que los ingresos fiscales adicionales se utilicen en programas sociales, lo que impedirá una senda de consolidación más rápida. El ministro de Hacienda señaló que probablemente requiera más tiempo alcanzar la meta de déficit nominal de 3,6% para el próximo año (presentada por el gobierno de Duque; desde 5,6% este año).

Aumento de ingresos		
% del PIB	2023	2024-2033
Individual	0,56	0,59
Corporativo	0,38	0,62
Exportaciones del sector extractivo	0,4	0,24
Salud y Medio ambiente	0,18	0,2
Otros	0,26	-0,21
<b>Total</b>	<b>1,78</b>	<b>1,45</b>

Fuente: Ministerio de Hacienda

## La demanda optimista y el aumento de la inflación provocan un alza de las tasas de interés

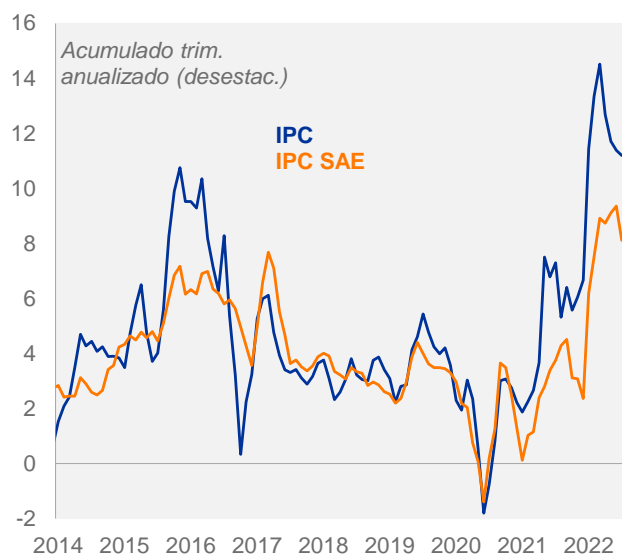
**La actividad cayó de abril a mayo, pero los efectos de base favorables contribuyeron a un aumento anual de dos dígitos.** El indicador de actividad coincidente (ISE) aumentó 16,5% interanual en mayo, y 12% durante el trimestre acumulado (frente a 8,3% en el

1T22 y 10,5% en el 4T21). El indicador se contrajo 0,8% (desestacionalizado) de abril a mayo (1,8% mensual en abril), arrastrado por la manufactura y la agricultura. No obstante, la dinámica del trimestre fue positiva, aumentando a 7,8% trimestral anualizado desestacionalizado (expansión de 5,3% en el 1T21). La actividad se ubica en torno a 8% por encima de los niveles anteriores a la pandemia.

**A pesar de los términos de intercambio favorables, el aumento de las importaciones se tradujo en un amplio déficit comercial en mayo.** El déficit comercial en mayo fue de 1.700 millones de dólares, 700 millones más que el año pasado. Las importaciones totales (FOB) crecieron 53,0% interanual en mayo (+47,4% anteriormente), impulsadas por las importaciones de bienes intermedios (61,1% interanual), ya que los combustibles se duplicaron, mientras que los bienes industriales se expandieron 33,4%. Por otra parte, el crecimiento de las exportaciones se moderó en medio de menor volumen de las materias primas. Como resultado, el déficit comercial acumulado de 12 meses se ubica en 16.900 millones de dólares, desde 16.600 millones de dólares en marzo (15.300 millones de dólares en 2021). En el margen, el déficit comercial trimestral desestacionalizado alcanzó los 16.900 millones de dólares (anualizado; 17.500 millones en el 1T22).

**La inflación sorprendió al alza en julio llegando a los dos dígitos.** En julio, la inflación general subió a 10,21%, desde 9,67% en junio, mientras que la inflación subyacente aumentó 31pb a 6,53%, muy por encima del límite superior del rango del Banco Central en torno a la meta de 3%. La inflación de servicios aumentó 4pb a 5,44%. En el margen, estimamos que las presiones inflacionarias se moderaron un poco, dado que la inflación acumulada en el trimestre fue de 11,2% (anualizada), moderándose desde 14,5% en el 1T22 y 11,4% en el 2T22. Por su parte, la inflación subyacente se sitúa en 8,1% (anualizado), desde 8,9% en el 1T22 y 9,4% en el segundo trimestre.

### Disminución gradual de la presión



**En una decisión dividida, la Junta del Banco de la República subió la tasa de política otros 150pb a 9,0%.** En una votación dividida, seis miembros estuvieron a favor de la decisión mayoritaria, mientras que un miembro optó por un alza de 100pb. En la reunión anterior (junio), el alza de 150pb fue unánime. La Junta destacó el aumento de las expectativas de inflación y el exceso de demanda interna. El ritmo de los futuros ajustes de la política monetaria dependerá de los datos, pero el Gerente General Villar indicó en la conferencia de prensa que futuras alzas serán probablemente de menor magnitud, a medida que el ciclo se acerque a los niveles considerados necesarios para garantizar que la inflación vuelva a converger a la meta.

**El informe de política monetaria del Instituto Emisor revisó al alza la inflación en un escenario dinámico de actividad, justificando alzas de tasa por encima de las esperadas por los analistas.** El equipo técnico revisó su previsión de crecimiento del PIB para 2022 1,9 p.p. con respecto al informe anterior, a 6,9%, aunque recortó la previsión para 2023 1,8 p.p. a 1,1%. Por otra parte, la estimación de la inflación para fin de 2022 se revisó al alza 2,6 p.p., a 9,7%, y a 5,7% para 2023 (+0,3 p.p.). El equipo técnico del Banco estima que la brecha de actividad positiva y una senda de inflación esperada por encima de la meta son compatibles con una trayectoria de la tasa de política, en promedio, algo superior a las expectativas de la encuesta del Banco Central a analistas (9,0% en 2022 y 7,5% en 2023). Además, el equipo técnico revisó al alza la tasa real neutra estimada a 2,0%, para este año y 2,2% para

2023 (1,8% y 1,9% anteriormente), dada la mayor prima de riesgo, el incremento de los desequilibrios macroeconómicos internos, la incertidumbre política y la normalización de la política monetaria en Estados Unidos. La tasa de política real ex-ante a un año se ubica ahora en 3,2%, en territorio contractivo.

## Se esperan tasas más altas

### **El momentum de la actividad sugiere un crecimiento robusto del PIB a corto plazo, a pesar del endurecimiento de las condiciones externas.**

Revisamos al alza nuestra previsión de crecimiento para este año 20pb a 6,5%. Sin embargo, la persistencia de la inflación, el endurecimiento de la política macroeconómica y los vientos en contra externos frenarían la actividad el próximo año. Preveamos ahora que el crecimiento se desacelere a 1,2% (1,7% anteriormente) en 2023.

**A pesar de los términos de intercambio favorables, la solidez de la demanda interna traería aparejado un amplio déficit de cuenta corriente.** Seguimos esperando un déficit de cuenta corriente de 5,5% del PIB para fines de 2022, dado el persistente déficit de ingresos y el aumento de los intereses. Sin embargo, la desaceleración esperada de la demanda interna se traduciría en una moderación del déficit de cuenta corriente a 4,4% del PIB para fines del próximo año. Mientras tanto, esperamos un tipo de cambio para fin de año de 4.300 pesos/dólar (4.100 anteriormente), y un mayor debilitamiento a 4.350 pesos/dólar a fines de 2023 (4.150 anteriormente), en un escenario de mayores primas de riesgo, un dólar global fuerte y una corrección del precio del petróleo.

**Las presiones inflacionarias se intensifican.** Ahora esperamos que la inflación alcance 10% a fin de año (1 p.p. más que en nuestro escenario anterior) dada la inercia, las presiones de los precios de los combustibles y los precios de los alimentos. También revisamos al alza nuestra estimación de inflación para 2023, a 5,5% (5% anteriormente), impulsada principalmente por la indexación.

**Consolidación fiscal más lenta.** La dinámica más débil de la actividad en 2023 y la expectativa de un mayor gasto social deberían retrasar una consolidación fiscal más rápida. Así, ahora preveamos un déficit fiscal de 4,4% del PIB en 2023 (0,8 p.p. por encima de las estimaciones del Plan Fiscal).

**El ciclo de alzas de política monetaria continuaría en los próximos meses.** El aumento de las expectativas de inflación y una actividad aún positiva apuntan a un mayor endurecimiento. En este contexto, revisamos al alza nuestra previsión de tasa de política terminal a 10,5% (+100pb respecto al escenario anterior) y a 7,5% para fines de 2023 (+100pb).

**João Pedro Bumachar**  
**Carolina Monzón**  
**Vittorio Peretti**

## Proyecciones: Colombia

	2017	2018	2019	2020	2021	2022P		2023P		
						Actual	Anterior	Actual	Anterior	
<b>Actividad económica</b>										
Crecimiento real del PIB - %	1,4	2,6	3,2	-7,0	10,7	<b>6,5</b>	6,3	<b>1,2</b>	1,7	
PIB nominal - USD mil millones	311	334	323	270	318	<b>331</b>	337	<b>336</b>	348	
Población (millones de habitantes)	49,3	49,8	50,4	50,9	51,4	<b>51,8</b>	51,8	<b>52,2</b>	52,2	
PIB per cápita - USD	6.308	6.704	6.411	5.313	6.188	<b>6.390</b>	6.508	<b>6.431</b>	6.668	
Tasa de desempleo (prom. anual)	9,4	9,7	10,5	16,1	13,7	<b>10,6</b>	10,6	<b>11,2</b>	11,0	
<b>Inflación</b>										
IPC - %	4,1	3,2	3,8	1,6	5,6	<b>10,0</b>	9,0	<b>5,5</b>	5,0	
<b>Tasa de interés</b>										
Tasa de referencia - final del año - %	4,75	4,25	4,25	1,75	3,00	<b>10,50</b>	9,50	<b>7,50</b>	6,50	
<b>Balanza de pagos</b>										
COP / USD - final del período	2.932	3.254	3.287	3.428	4.070	<b>4.300</b>	4.100	<b>4.350</b>	4.150	
Balanza comercial - USD mil millones	-6,0	-7,0	-10,8	-10,1	-15,4	<b>-10,0</b>	-10,0	<b>-6,5</b>	-7,0	
Cuenta Corriente - % PIB	-3,5	-4,2	-4,6	-3,4	-5,7	<b>-5,5</b>	-5,5	<b>-4,4</b>	-4,5	
Inversión Extranjera Directa - % PIB	4,4	3,4	4,3	2,8	3,0	<b>4,7</b>	4,6	<b>4,3</b>	4,2	
Reservas Internacionales - USD mil millones	47,6	48,4	53,2	59,0	58,0	<b>57,0</b>	57,0	<b>56,0</b>	56,0	
<b>Public Finances</b>										
Resultado Nominal Gob. Central - % del PIB	-3,6	-3,1	-2,5	-7,8	-7,1	<b>-5,6</b>	-5,6	<b>-4,4</b>	-4,2	
Deuda Pública Bruta Gob. Central - % del PIB	46,4	49,3	50,3	65,0	63,5	<b>59,7</b>	59,5	<b>60,1</b>	59,7	

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

- 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.
- 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.
- 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.
- 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 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.