

Escenario macro - Colombia



Escenario Macro | 13 de julio de 2022

Economía global

Se intensifica la desaceleración global 2

Disminuimos la previsión de la economía mundial, con un crecimiento más débil en EEUU. y Europa, al mismo tiempo, que continuará el retiro del estímulo monetario.

Colombia

Petro es elegido presidente y amplía la coalición 8

Petro tomará una economía donde la dinámica de la actividad se ha mantenido favorable, pero con la desafiante tarea de mantener las cuentas fiscales bajo control, y abogar por un ambicioso programa de gasto social.

Revisión de Escenario

Mundo

	2021	2022		2023	
	Actual	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	6,1	2,9	3,0	2,6	3,0

Brasil

	2021	2022		2023	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	4,6	2,0	1,6	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	9,75	9,75
IPCA (%)	10,1	7,2	*7,5	5,6	5,6

Argentina

	2021	2022		2023	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	10,3	2,5	2,5	0,0	1,5
ARS / USD (dic)	102,75	162,00	162,00	290	268
BADLAR (dic) - %	34,10	58,00	52,50	58	53
Tasa de referencia - %	38,0	60,0	55,0	60	55
IPC - %	50,9	85,0	77,0	85	70

Colombia

	2021	2022		2023	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	10,7	6,3	6,0	1,7	2,3
COP / USD (dic)	4070	4100	3900	4150	4000
Tasas de interés (dic) - %	3,00	9,50	9,50	6,50	6,50
IPC - %	5,6	9,0	9,0	5,0	4,6

Fuente: Itaú.

América Latina y el Caribe

	2021	2022		2023	
	Actual	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	6,8	2,1	2,0	0,3	0,9

México

	2021	2022		2023	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	4,8	1,8	1,8	0,9	1,8
MXN / USD (dic)	20,53	20,50	20,50	21,00	21,00
Tasas de interés (dic) - %	5,50	9,25	9,25	9,25	9,25
IPC - %	7,4	7,7	6,7	5,0	4,8

Chile

	2021	2022		2023	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	11,7	2,0	2,0	-1,0	0,2
CLP / USD (dic)	851	930	830	930	840
Tasas de interés (dic) - %	4,00	10,00	10,00	6,00	6,00
IPC - %	7,2	12,0	9,8	4,5	4,0

Perú

	2021	2022		2023	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	13,5	2,0	3,0	1,8	3,0
PEN / USD (dic)	4,00	3,90	3,80	3,90	3,90
Tasas de interés (dic) - %	2,50	7,00	6,50	7,00	6,50
IPC - %	6,4	6,8	6,0	3,7	3,5

Economía global

Se intensifica la desaceleración global

- ▶ Esperamos un crecimiento de la economía mundial de 2,9% (desde 3,0%) en 2022 y de 2,6% (desde 3,0%) en 2023, con un mayor riesgo de recesión en EE.UU. y en la Eurozona.
- ▶ Redujimos nuestra previsión de crecimiento del PIB estadounidense a 2,0% (desde 2,7%) en 2022 y a 1,0% (desde 2,0%) en 2023. Seguramente la Reserva Federal seguirá implementando fuertes alzas de tasas (75pb en julio, tasa terminal en 4,0%-4,25%) debido a la elevada inflación.
- ▶ En Europa, estimamos que el PIB crezca 2,5% en 2022 y bajará a 0,7% (desde 2,0%) en 2023, considerando que un posible racionamiento energético constituye un serio riesgo a la baja. El BCE empezará a subir las tasas más tarde que la mayoría de los países (con alzas de 25pb en julio; 50pb en septiembre y octubre, y otros 25pb en diciembre, para terminar en 1,0%), pero, como la actividad económica ya está perdiendo impulso, podría no llegar demasiado lejos con el ciclo de alzas.
- ▶ China es una excepción y el crecimiento será fuerte en el 2022. Mantenemos nuestras previsiones de crecimiento del PIB en 4,2% para 2022 y 5,0% para 2023.
- ▶ Preveemos una desaceleración de los precios industriales a futuro, una menor inflación de bienes y una corrección del 20% en los precios de los metales (excl. mineral de hierro) a medida que el consumo de bienes en EE.UU. vuelve a la tendencia anterior a la crisis.
- ▶ América Latina: ahora arrastrada también por la economía mundial.

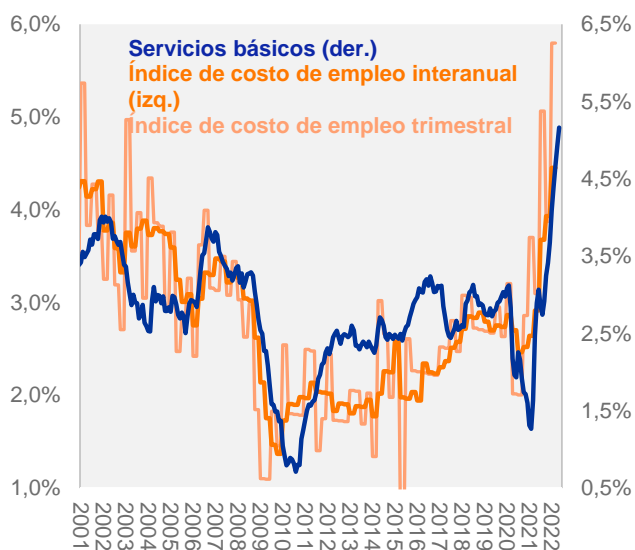
Estados Unidos: desaceleración del PIB, aunque la Fed continuaría con alzas dada la elevada inflación.

Redujimos nuestras previsiones de crecimiento para este año (a 2,0%, desde 2,7%) y para el próximo (a 1,0%, desde 2,0%). Revisamos a la baja nuestra previsión del PIB trimestral a 1,0% trimestral anualizado desestacionalizado (SA) para el 2T22, debido a datos de consumo inferiores a los previstos. Esto aumenta el riesgo de una "recesión técnica" tras la caída de 1,6% en 1T22, sin embargo, la economía estadounidense aún no está en recesión, ya que la demanda interna sigue siendo robusta (la caída del PIB del 1T se debió sobre todo a las exportaciones netas) y la creación de empleo sigue sólida. Teniendo en cuenta también el menor crecimiento que se avecina con el impacto del alza de las tasas de interés en el consumo y la inversión, ahora esperamos un crecimiento de 2,0% este año y de 1,0% el próximo. Asimismo, el riesgo de recesión a un año aumentó, como muestran los modelos de probabilidad. En este sentido, los modelos que miden dicho riesgo basándose en indicadores de la fase del ciclo económico estiman un riesgo más elevado debido a una inflación muy alta, y a niveles de desempleo bastante bajos, mientras que los modelos que tienen en cuenta el ciclo financiero prevén un riesgo menor.

La inflación sigue siendo muy elevada y generalizada, aunque esperamos que se reduzcan las presiones sobre los precios de bienes. El IPC subió a 9,1% interanual en junio, mientras que el IPC subyacente alcanzó 5,9% con productos que se mantuvieron presionados, incluyendo la vivienda. Dado que el mercado laboral sigue siendo fuerte, como demuestra el aumento de los salarios, la presión sobre la inflación de los servicios debería continuar hasta fin de año, a pesar de que la inflación de bienes muestra algunos signos de desaceleración (ver sección sobre la inflación de materias primas y bienes).

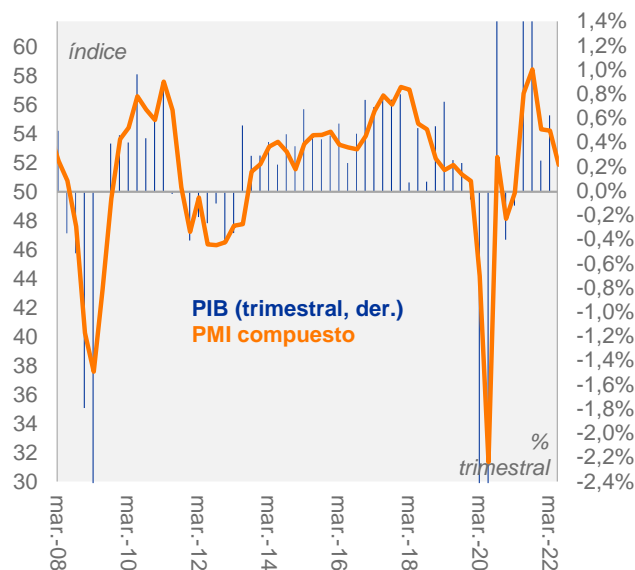
En este entorno, esperamos que la Fed implemente un alza de 75pb en julio y de 50pb hasta diciembre. La elevada y persistente inflación no le permite a la Fed pestañear. De esta manera, seguimos esperando que la Fed se sitúe claramente por encima del nivel neutral (2,5%) con una tasa terminal de 4,0%-4,25%, cerca de la previsión de la mediana de los *dots* (3,8%) de la última reunión del FOMC de junio, y por encima de las expectativas del mercado de una tasa terminal en 3,3% (afectadas por el debate sobre los mayores riesgos de recesión)

Alza de salarios presiona los precios de los servicios



Fuente: Haver, Itaú

PMI indica un crecimiento más débil



Fuente: Itaú, Haver

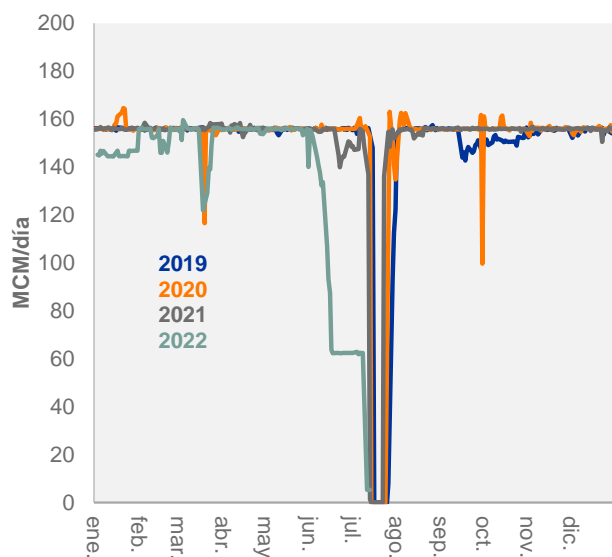
Europa: menor crecimiento del PIB en 2023; BCE comenzando tarde el ajuste monetario, donde podría no llegar lejos

El crecimiento del PIB en Europa alcanzará probablemente el 2,5% en 2022, pero se desacelerará a 0,7% (revisado desde 2,0% en nuestro escenario anterior) en 2023. El indicador compuesto de PMI bajó desde 54,8 a 52 en junio, con descensos generalizados en Alemania, Francia y la periferia europea, tanto en el sector manufacturero como en el de servicios. Por su parte, indicadores prospectivos también fueron más débiles: las nuevas órdenes se ubican por debajo del umbral de 50 puntos, y las expectativas disminuyeron, al mismo tiempo que las presiones sobre los precios también se moderaron (entregas de proveedores y precios de los insumos). En conjunto, el PMI de junio indica ya un PIB inferior a 1,0% (ver gráfico).

El racionamiento energético es un riesgo real a la baja.

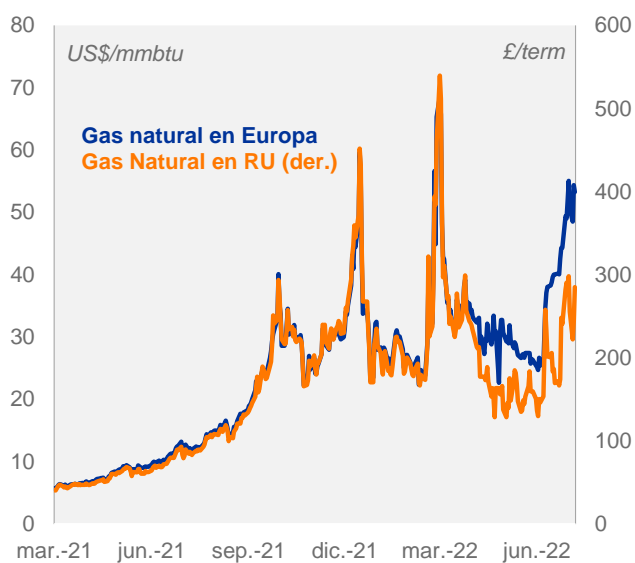
El gobierno alemán puso en marcha la segunda fase (de las tres) de su plan de emergencia de provisión de gas, tras la reducción del 60% del suministro procedente de Rusia a través del gaseoducto Nord Stream 1 (ver gráfico), junto con la creciente preocupación de que Rusia pueda cortar el suministro tras el periodo anual de mantenimiento entre el 11 y el 21 de julio. Esto significaría un aumento considerable de la probabilidad de escasez de gas en el futuro; tras ello, los precios del gas se han disparado recientemente (ver gráfico).

El flujo de Nord Stream a Alemania cayó antes de lo esperado



Fuente: Itaú, Bloomberg

Incremento del precio del gas natural



Fuente: Itau, Bloomberg

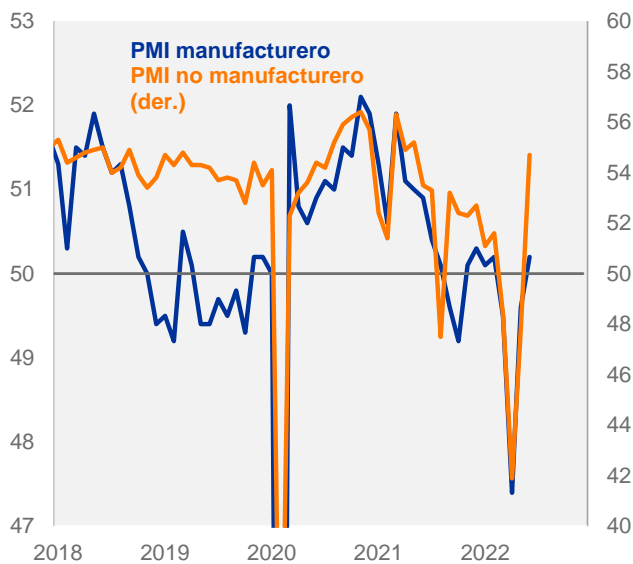
El BCE aún no ha comenzado a subir las tasas, y podría no llegar demasiado lejos. La inflación sigue alcanzando nuevos máximos, con un 8,6% interanual en junio, un IPC subyacente de 3,7% interanual y con presiones generalizadas: energía (41,9% interanual), alimentos (8,9% interanual), servicios (3,4% interanual) y bienes (4,3% interanual), incluso considerando el alivio de los recortes fiscales temporales en Alemania. Dado que la inflación y las expectativas se encuentran por encima de la meta y se observan los primeros indicios de presiones salariales, el BCE subirá la tasa 25pb en su reunión de julio, luego 50pb en septiembre y octubre y nuevamente 25pb en diciembre, terminando el ciclo de alzas en 1,0%. Sin embargo, consideramos que, tomando en cuenta que el BCE aún no ha empezado a subir la tasa y que la actividad está perdiendo impulso, es posible que no llegue demasiado lejos con el ciclo de alzas.

China: el crecimiento del PIB en 4,2% en 2022 y de 5,0% en 2023, con un fuerte aumento en el segundo semestre debido a la reapertura y a los estímulos

Los PMI de junio confirmaron que la actividad repuntó tras el choque de Ómicron. El PMI manufacturero subió a 50,2 desde 49,6 con mejoras en ítems de demanda (nuevos pedidos y empleo) y la normalización de las cadenas de suministros. Por su parte, el sector no manufacturero también repuntó a 54,7 desde 47,8 en medio de la reapertura de Shanghai y Pekín. El desglose mostró otro impulso en los servicios (+7,2 p.p., a 54,3, tras una mejora de 7,1 p.p. en mayo) y con primeros signos de mejora en el registro de construcción (+4,4 p.p., a 56,6).

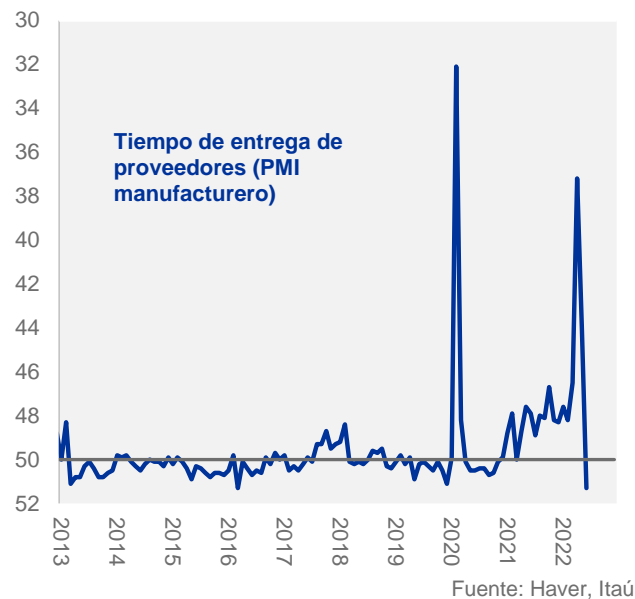
En un escenario de perspectivas de desaceleración mundial, China es una excepción, con un fuerte crecimiento para el segundo semestre. Preveamos una caída del PIB en el 2T22 de 1,4% trimestral (1T22: +1,3%), seguida de un repunte de 3,2% en el 3T22 y de 1,9% en el 4T22. Este escenario se apoya en la reapertura de la actividad tras el shock por el virus, y por los distintos estímulos.

China: sectores de Manufacturas y No-Manufacturas repuntaron en junio

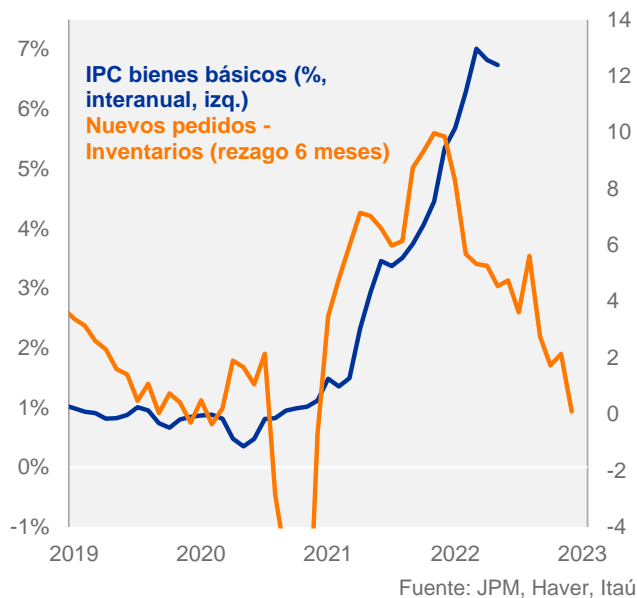


Fuente: Haver, Itau

PMI Manufacturas: tiempos de entrega de proveedores por debajo de los niveles previos a Ómicron



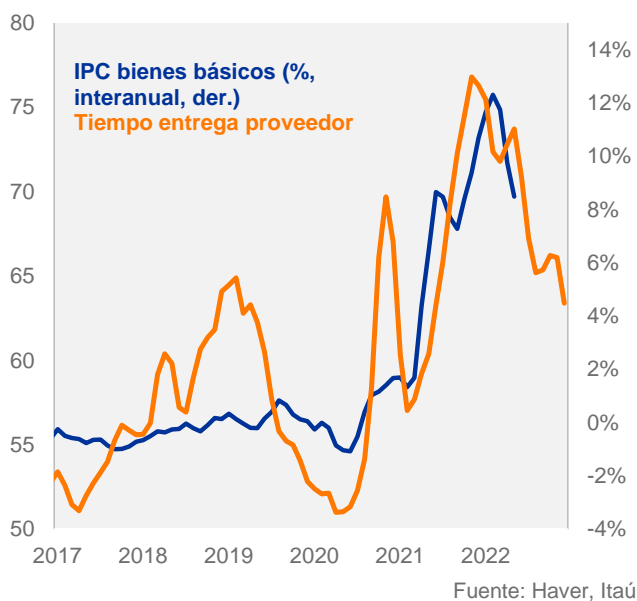
Ítems de nuevas órdenes indican una caída futura del IPC global de bienes subyacentes



Commodities: indicios de que los precios están tocando techo, lo que llevará a una menor inflación de bienes en el futuro

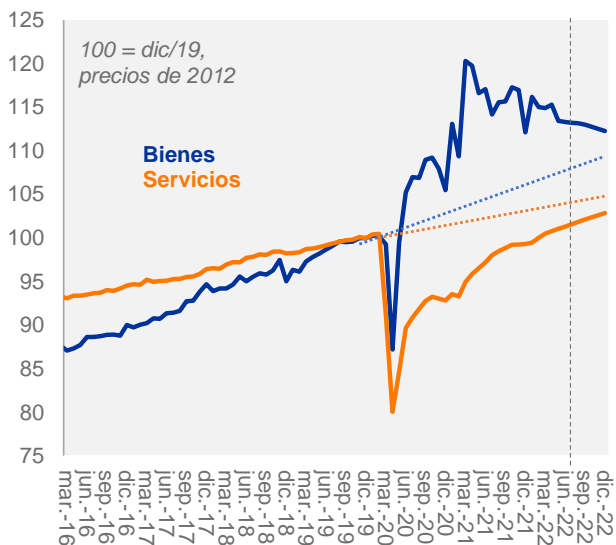
La desaceleración de la demanda hará bajar la inflación mundial de bienes. Los shocks de los precios de los bienes fueron los motores principales del aumento inicial de la inflación mundial, debido principalmente al exceso de demanda en Estados Unidos. Sin embargo, la demanda de bienes muestra los primeros signos de desaceleración, permitiendo que la inflación disminuya en el futuro, como indican los índices de nuevas órdenes pertenecientes al PMI mundial, y del ítem de tiempos de entregas de proveedores por parte del indicador de ISM, en contraste con la inflación de bienes subyacentes (ver gráficos).

Reducción en el ítem de tiempos de entrega del ISM manufacturero



Prevedemos una corrección del 20% en los precios de los metales (excl. mineral de hierro) con una vuelta del consumo de bienes de EE.UU. a la tendencia anterior a la crisis. Desde 2020, los precios de los metales han estado bajo presión debido a una robusta demanda de bienes en EE.UU. (en esta oportunidad no correspondió a un boom de China). Por lo tanto, a medida que la demanda de bienes de EE.UU. vuelva a su tendencia anterior a la crisis, es probable que los precios de los metales también se ajusten (ver gráfico).

Consumo de bienes en EEUU. retorna a la tendencia previa al Covid



Fuente: Haver, Itaú

Desaceleración de la demanda de bienes en EEUU. reduciría presiones sobre los precios de los metales



*Índice de precio del metal excl. mineral de hierro. Incluye aluminio, cobre, níquel y zinc.

Fuente: Haver, Itaú

América Latina: también es arrastrada por la economía mundial

La incertidumbre de la política interna sigue aumentando en América Latina. Mientras que en Colombia el recientemente elegido presidente de izquierda, Gustavo Petro, nombró a un respetado economista para el puesto clave de ministro de Hacienda, será desafiante financiar los ambiciosos programas de gasto prometidos durante la campaña

mediante aumentos de impuestos, poniendo en riesgo la consolidación fiscal en un país que ya tiene una deuda pública incómodamente alta. Las políticas de descarbonización son otra fuente de preocupación, dada la importancia del petróleo para las cuentas externas y fiscales del país. En Brasil, también un país con una elevada carga de deuda, el límite constitucional del gasto primario del gobierno federal está a punto de ser traspasado una vez más, erosionando aún más la credibilidad del marco fiscal. En Perú, la renuncia del presidente a su partido político es otro golpe para la gobernabilidad. En Chile, las encuestas muestran que el rechazo a la propuesta de nueva Constitución ha seguido aumentando (muy por encima del porcentaje de personas dispuestas a aprobarla en el plebiscito de septiembre). Si bien una nueva Constitución conduciría a años de prolongada incertidumbre mientras la legislación se adapta a la nueva Carta Magna, su rechazo significaría un fracaso de las instituciones para canalizar el descontento social, dejando al país vulnerable a posibles nuevas protestas. Por último, en Argentina, renunció el ministro de Economía, poniendo de relieve que el actual clima político y social, combinado con los elevados precios mundiales de la energía, hacen difícil que el país pueda cumplir incluso las metas de ajuste gradual de políticas acordadas con el FMI.

La inflación continúa bajo presión. Aumentamos nuestras previsiones de inflación para este año y el siguiente en la mayoría de los países que cubrimos (excepto en Colombia -donde aumentamos nuestra previsión sólo para 2023- y en Brasil, donde esperamos una menor inflación este año debido a las reducciones impositivas).

El ciclo de endurecimiento de la política monetaria se está acercando a su fin en Brasil y en Chile, mientras que en Colombia y México los bancos centrales aumentaron recientemente el ritmo de las alzas de tasa. Continuamos previendo que la tasa de política alcanzaría un máximo de 13,75% en Brasil en la próxima decisión de política monetaria, mientras que en Chile esperamos una tasa terminal de 10,0%, levemente por encima del lineamiento brindado en el último IPoM, dada nuestra visión más pesimista sobre la inflación a corto plazo. En Colombia, México y Perú, esperamos tasas terminales de 9,5%, 9,25% y 7,0% (desde el 6,5% de nuestro escenario anterior), con riesgos que apuntan al alza.

El ambiente de alta inflación en la región, crecimiento por encima del potencial y altos precios de las materias primas está favoreciendo temporalmente al equilibrio fiscal y a la relación de la deuda respecto al PIB. En este contexto, muchos gobiernos están encontrando cierto margen para anunciar medidas de alivio fiscal para los hogares. Sin embargo, el retiro de estas medidas será difícil en un contexto de menor crecimiento económico y de tensiones sociales.

Aunque la actividad económica en la mayor parte de la región fue sólida durante el primer semestre de 2022 (aumentamos aún más nuestras previsiones de crecimiento para todo 2022 en Brasil y Colombia), el entorno externo más adverso nos llevó a revisar a la baja nuestras previsiones del PIB para 2023. La actividad a

principios de este año se vio impulsada por la mejora de los términos de intercambio, la reapertura económica y el aprovechamiento de los ahorros acumulados durante la pandemia. Asimismo, ya se esperaba que el endurecimiento de la política monetaria, el aumento de la inflación y la incertidumbre sobre la dirección de las políticas frenaran el crecimiento en el futuro. Ahora, con un entorno mundial más difícil, revisamos a la baja nuestras previsiones del PIB para 2023 para Argentina (a cero, desde 1,5% anteriormente), Chile (a -1,0%, desde +0,2%), Colombia (a 1,7%, desde 2,3%), México (a 0,9%, desde 1,8%) y Perú (a 1,8%, desde 3,0%).

	2019	2020	2021	2022P		2023P	
				Actual	Anterior	Actual	Anterior
Petróleo (Brent) - USD/barril	64	50	75	110	110	90	90
Petróleo (WTI) - USD/barril	60	47	72	105	105	80	80
Mineral de hierro (China) - USD/ton	90	153	116	130	140	95	105
Cobre (LME) - USD/ton	6103	7788	9525	6800	9700	6800	9600
Soja (CBOT) - USD/bu	912	1207	1290	1650	1650	1320	1320
Maíz (CBOT) - USD/bu	383	437	592	765	765	550	550
Trigo (CBOT) - USD/bu	540	604	790	1000	1200	800	800

Fuente: Bloomberg, Itaú

Proyecciones: Economía global

	2017	2018	2019	2020	2021	2022F		2023F	
						Actual	Anterior	Actual	Anterior
Economía mundial									
Crecimiento del PIB Mundial - %	3,8	3,6	2,8	-3,1	6,1	2,9	3,0	2,6	3,0
EUA - %	2,3	2,9	2,3	-3,4	5,7	2,0	2,7	1,0	2,0
Zona del Euro - %	2,8	1,8	1,6	-6,5	5,3	2,5	2,5	0,7	2,0
China - %	7,0	6,7	6,0	2,3	8,1	4,2	4,2	5,0	5,0
Tasas de interés y monedas									
Fed fondos - %	1,30	2,27	1,55	0,09	0,08	3,88	3,88	4,13	4,13
Treasury 10 años (EUA), final del período - %	2,60	2,98	2,00	1,47	1,90	3,40	3,40	3,50	3,50
USD/EUR - final del período	1,20	1,15	1,12	1,22	1,13	1,05	1,07	1,05	1,07
CNY/USD - final del período	6,51	6,88	7,01	6,54	6,37	6,65	6,65	6,65	6,65
Índice DXY (*)	92,1	96,2	96,4	89,9	95,7	105,4	102,7	104,5	102,2

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

Petro es elegido presidente y amplía la coalición

- ▶ Gustavo Petro es el presidente electo tras derrotar a Rodolfo Hernández y formará el primer gobierno de izquierda de Colombia en una época de mayor desigualdad y baja confianza en el gobierno de Duque. José Antonio Ocampo, un respetado economista y con experiencia en la formulación de políticas, asumirá el cargo de ministro de Hacienda con la desafiante tarea de mantener las cuentas fiscales bajo control, y abogar por un ambicioso programa de gasto social.
- ▶ La dinámica de la actividad se ha mantenido favorable, lo que nos lleva a revisar al alza nuestra estimación de crecimiento del PIB en 30pb a 6,3%. Hacia delante, una política monetaria contractiva, incertidumbre sobre la inversión, condiciones financieras globales más restrictivas y los crecientes vientos en contra a nivel global, implicarían un crecimiento de sólo 1,7% en 2023 (60pb menos que en nuestro escenario anterior).
- ▶ Las cuentas fiscales se vieron temporalmente favorecidas por un entorno de aceleración de la inflación, altos precios de los *commodities* y un crecimiento mayor de lo esperado. Sin reformas fiscales, es probable que la deuda pública retome su tendencia al alza, impulsada también por el endurecimiento de condiciones financieras.

Petro amplía el apoyo legislativo

Gustavo Petro se impuso en la segunda vuelta presidencial al candidato independiente Rodolfo Hernández, con lo que Colombia eligió su primer gobierno de izquierda en una época de mayor desigualdad y de bajos niveles de confianza en el actual gobierno. Petro, economista y exsenador, que lidera la Coalición del Pacto Histórico, obtuvo el 50,5% de la votación (11,3 millones de votos), frente al 47,3% de Rodolfo Hernández (10,6 millones). La participación fue del 57,9%, por encima del 54,9% de la primera vuelta y del 53% de la segunda vuelta de 2018. La mayoría de las encuestas publicadas una semana antes de la votación daban la carrera como un empate técnico, ya que las preferencias estaban dentro del margen de error.

Gustavo Petro busca una reforma tributaria que aumente considerablemente los ingresos fiscales, una revisión al sistema pensional y transformar la matriz energética, sin embargo, su propuesta de gasto supera con creces los ingresos esperados. En el frente fiscal, el plan de Petro consiste en aumentar el gasto social mediante el incremento permanente de los ingresos fiscales en 5% del PIB. Su programa contempla una mayor recaudación de impuestos con un sistema tributario más progresivo, la eliminación de beneficios impositivos y una menor evasión fiscal. Posiblemente los dividendos se gravarían y el IVA no se extendería a los productos básicos. La mayor parte de la recaudación adicional provendría de un aumento de

los impuestos personales (sobre todo mediante la eliminación de exenciones), ya que el equipo de Petro sostiene que éstos actualmente sólo recaudan el 5% del PIB y deberían alcanzar el 10% del mismo. La reforma contribuiría a separar los activos de las empresas que no están relacionados con el negocio principal y definirlos como activos individuales, para garantizar que se graven en consecuencia. Petro propone una reforma que contemple el uso de los aportes del ahorro de jubilación en los fondos privados para ayudar a financiar las pensiones en el sistema público, y aumentar las pensiones a unos 3 millones de personas que no reúnen lo suficiente para jubilarse. En cuanto a la actividad extractiva, Petro se comprometió a paralizar nuevos proyectos de exploración petrolera, lo que aumenta las dudas sobre el financiamiento de las cuentas externas del país, la actividad y la generación de ingresos fiscales. Mientras que la reforma tributaria apunta a ingresos adicionales que se acercan a 5% del PIB, los programas de gasto esbozados en la campaña se acercan al 11% del PIB.

Petro nombró al respetado economista José Antonio Ocampo como ministro de Hacienda. José Antonio Ocampo es un respetado economista colombiano, cercano al Partido Liberal, que ocupó el cargo de ministro de Hacienda a finales de los años 90 y recientemente formó parte de la junta del Banco Central (2017-19). Además, cuenta con una amplia experiencia en políticas públicas y en el mundo académico. En línea con las opiniones de Petro, Ocampo apoya un modelo en el que el Estado asume

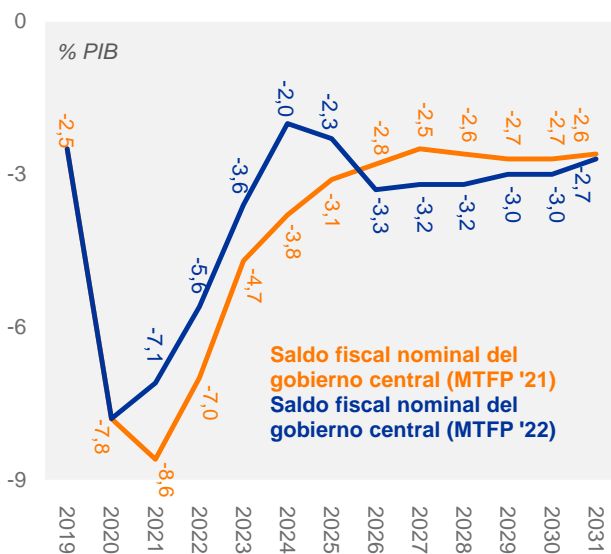
un papel más activo en la diversificación de la matriz productiva de la economía, incluida la diversificación de las exportaciones de petróleo y carbón hacia otros bienes. Ocampo se manifestó a favor de un impuesto a la riqueza con mayor cobertura (en línea con la posición de Petro al respecto), la eliminación de las exenciones del IVA y la devolución de este impuesto para los hogares de menores ingresos. Ocampo gestionaría la reforma tributaria sugerida por Petro durante la campaña, trataría de frenar los gastos prometidos y enfrentaría el déficit derivado de los subsidios al precio de los combustibles.

El gobierno entrante está aumentando su base de apoyo en el Congreso. Tras las elecciones al Congreso de marzo, Petro contaba con un tercio del apoyo en el Congreso procedente de la Coalición del Pacto Histórico y otras minorías. Sin embargo, después de la segunda vuelta presidencial, Petro ha logrado asegurar aliados adicionales, ya que los partidos Liberal y Verde anunciaron su apoyo al gobierno. El nuevo Congreso entra en funciones el 20 de julio, y Petro contaría con el apoyo de al menos 54 senadores (exactamente la mitad del pleno) y 95 diputados (la mayoría más uno), mejorando considerablemente la representación del presidente electo, lo que podría ayudar a avanzar en las reformas estructurales. No obstante, dadas las leves mayorías, es probable que la administración tenga que negociar sus propuestas para garantizar el avance.

El gobierno saliente deja un mejor panorama fiscal

Un crecimiento más fuerte y mayores ingresos petroleros deberían dar lugar a un menor déficit fiscal en 2022. En la última entrega del gobierno de Duque, el Marco Fiscal de Mediano Plazo actualizado del Ministerio de Hacienda recortó la previsión de déficit fiscal para 2022 0,6 p.p., a 5,6% del PIB (por debajo del 7,1% de 2021), principalmente debido a la mejora de los ingresos. Se espera que la deuda neta se reduzca a 56,5% del PIB a fines de 2022 (4 p.p. por debajo del Plan Fiscal de febrero; 60,8% en 2021). Se prevé que la consolidación fiscal continúe el próximo año, con un déficit fiscal para 2023 estimado en 3,6% del PIB, con ingresos respaldados por el petróleo y una mayor recaudación de impuestos a partir de la reforma fiscal reciente. Se prevé que la deuda neta en relación con el PIB retroceda hacia el umbral de 55% en 2024 (más de una década antes de lo previsto en el informe de 2021).

Menores déficits fiscales en el corto plazo



Fuente: Ministerio de Hacienda

A pesar de la mejora de la dinámica fiscal, es probable que las agencias de calificación esperen al nuevo gobierno antes de realizar una evaluación.

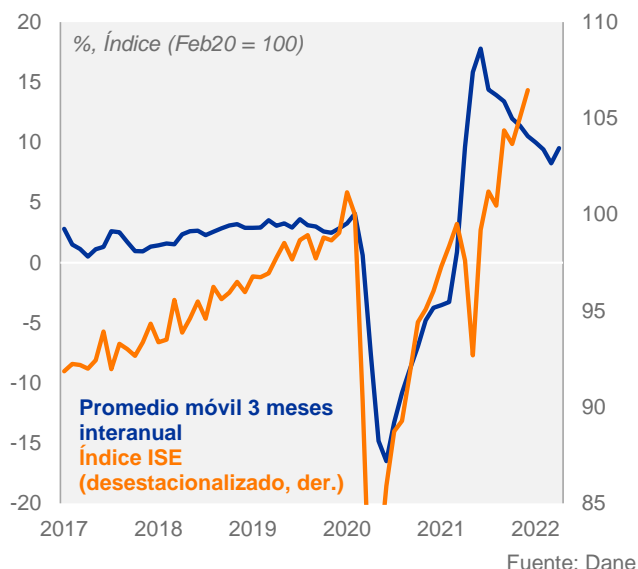
A principios de mayo, S&P mantuvo la calificación de Colombia en BB+ con perspectiva estable. Fitch también confirmó recientemente una calificación BB+ con perspectiva estable para Colombia. Fitch señaló que la consolidación fiscal y los resultados de crecimiento a mediano plazo serán clave para determinar futuros ajustes de la calificación. En cuanto a la nueva administración, Fitch indicó que el alcance de los cambios de política esbozados en la agenda de Petro, incluyendo el aumento de los impuestos, los aranceles a la importación de productos nacionales, la reforma previsional y los temas de exploración petrolera, serán cuestionados por el Congreso, por lo que será necesario construir un consenso. Mientras tanto, Moody's espera que el próximo gobierno aborde una reforma fiscal para asegurar la sostenibilidad fiscal y la moderación de la deuda.

La actividad se aceleró en abril

La actividad repuntó, impulsada por los sectores manufacturero y de servicios. El indicador de actividad coincidente (ISE) subió 1,8% desestacionalizado de marzo a abril (+0,2% mensual en marzo), llevando la actividad a cerca del 9% por encima de los niveles previos a la pandemia. En términos anuales, la actividad aumentó 12% interanual en abril. Por su parte, la industria manufacturera se sitúa cerca del 17% por encima de los niveles pre-pandemia, mientras que las ventas

minoristas básicas se ubican un 18% por encima de dichos niveles. En resumen, la actividad cobró impulso en el margen, aumentando 8,7% trimestral anualizado desestacionalizado desde la expansión de 5,5% en el 1T21.

La actividad tiende al alza



Los favorables términos de intercambio y una moderación gradual de las importaciones se tradujeron en un déficit comercial menor, aunque todavía amplio.

El déficit comercial en abril fue de 500 millones de dólares, 1.000 millones menos que en abril del año pasado. Las importaciones totales (FOB) crecieron 34,2% interanual en abril (+40,3% anteriormente), impulsadas por bienes intermedios. Por su parte, las exportaciones totales aumentaron 82,2% interanual en abril (46,5% en marzo), ayudadas por el alza de los precios de las materias primas. Las exportaciones, excluidos los bienes tradicionales (petróleo, carbón, café y ferróniquel), que representan alrededor del 32% del total, subieron de forma más leve, anotando una tasa del 16,9% interanual (10,7% anteriormente). Como resultado, el déficit comercial acumulado de 12 meses se ubica en 15.700 millones de dólares, desde 16.700 millones de dólares en marzo (15.300 millones de dólares en 2021). En el margen, el déficit comercial trimestral desestacionalizado cayó a 12.900 millones de dólares (anualizado; 9.900 millones en el 1T22).

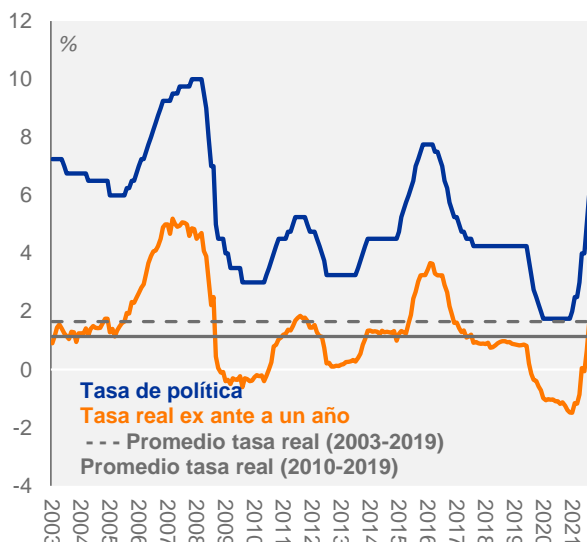
Las presiones inflacionarias por parte del componente subyacente permanecen elevadas.

La inflación subió a 9,67% en junio, desde 9,07% en mayo, mientras que la inflación subyacente aumentó 24pb a 6,22%, la tasa más alta desde septiembre de

2016, y muy por encima del límite superior del rango en torno a la meta del Banco Central del 3%. La inflación de servicios subió a 5,40%, desde 5,05% previamente, mientras que la inflación de bienes durables subió a 10,1% desde 9,95% de hace un mes. En el margen, estimamos que la inflación acumulada en el segundo trimestre fue de 11,4% (anualizada), moderándose desde 14,5% en el 1T22. Sin embargo, la inflación subyacente se ubica en 9,3% (anualizada), desde 8,9% en el 1T22.

La junta del Banco Central optó por unanimidad aumentar el ritmo de alzas desde 100pb en las tres reuniones anteriores a 150pb, llevando la tasa de política al 7,5%. Este mayor aumento de la tasa de política se considera coherente con la solidez de la actividad económica, el aumento sostenido del empleo y las expectativas de inflación que superan la meta de 3%. Asimismo, el exceso de demanda está contribuyendo a un amplio déficit de cuenta corriente, en un entorno en el que las condiciones de financiación externa se están endureciendo. Las tensiones geopolíticas y el aumento de los precios de las materias primas han sido factores en el fuerte impacto externo sobre los precios, mientras que la dinámica de la demanda interna sigue presionando los precios. Un mayor ajuste monetario ahora evitaría la necesidad de una reacción más agresiva más adelante.

El Banco Central continúa endureciendo la política



Las perspectivas para el próximo año se deterioran

El sentimiento empresarial sigue siendo optimista, los términos de intercambio son favorables y la dinámica de la actividad nos llevó a revisar al alza nuestra previsión de crecimiento para este año 30pb, a 6,3%. Sin embargo, el endurecimiento de las condiciones financieras mundiales, la importante desaceleración del crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia y el aumento de la inflación, podrían frenar la dinámica de la actividad el próximo año. Ahora esperamos una moderación del crecimiento económico a 1,7% (2,3% anteriormente) en 2023.

La solidez de la demanda interna mantendría un amplio déficit de cuenta corriente este año. Ahora esperamos un déficit de cuenta corriente de 5,5% del PIB para 2022 (+20pb respecto a nuestro escenario anterior; 5,7% en 2021). Los grandes desequilibrios externos, las mayores primas de riesgo y la volatilidad política en un momento de endurecimiento de las condiciones financieras, debilitarían el peso colombiano. Esperamos un tipo de cambio para fin de año de 4.100 pesos/dólar (3.900 anteriormente), que podría debilitarse aún más a 4.150 pesos/dólar a fines de 2023 (4.000 anteriormente).

Las presiones inflacionarias subyacentes siguen siendo elevadas. Seguimos previendo una inflación de 9,0% para 2022 en medio de una sólida demanda interna, presionada por los precios de los combustibles y los alimentos. Revisamos nuestra estimación de inflación para 2023 a 5% en 2023 (+40pb respecto a nuestro escenario anterior), impulsada por la depreciación prevista del peso.

A pesar de los mayores ingresos del petróleo, el déficit del fondo de estabilización del precio del combustible, junto con el plan de gastos del gobierno entrante probablemente contengan la senda de consolidación fiscal propuesta. Las estimaciones fiscales actualizadas por el gobierno para este año coinciden en líneas generales con nuestras estimaciones anteriores (déficit fiscal nominal de 5,6%). A futuro, esperamos cierta desviación fiscal, ya que es más probable que el nuevo gobierno aplique gastos que superen el aumento de los ingresos, lo que llevaría a una senda de consolidación más lenta (déficit fiscal de 4,2% en 2023, +0,4 p.p. con respecto a nuestro escenario anterior; meta del gobierno de 3,6%).

Dadas las crecientes expectativas de inflación y los signos de una sólida dinámica de la actividad, es probable que el Banco Central siga subiendo las tasas agresivamente. La próxima reunión de política monetaria será a fines de julio. En nuestra opinión, en las condiciones actuales, lo más probable es una nueva alza de 150 pb en julio. Preveemos que la tasa alcanzará un máximo de 9,5% este año, antes de que los recortes lleven la tasa de política a 6,5% a fines de 2023 (todavía en territorio contractivo).

João Pedro Bumachar
Andrés Pérez M.
Carolina Monzón

Proyecciones: Colombia

	2017	2018	2019	2020	2021	2022P		2023P		
						Actual	Anterior	Actual	Anterior	
Actividad económica										
Crecimiento real del PIB - %	1,4	2,6	3,2	-7,0	10,7	6,3	6,0	1,7	2,3	
PIB nominal - USD mil millones	311	334	323	270	318	337	345	348	365	
Población (millones de habitantes)	49,3	49,8	50,4	50,9	51,4	51,8	51,8	52,2	52,2	
PIB per cápita - USD	6.308	6.704	6.411	5.313	6.188	6.508	6.657	6.668	6.985	
Tasa de desempleo (prom. anual)	9,4	9,7	10,5	16,1	13,7	10,6	12,0	11,0	11,0	
Inflación										
IPC - %	4,1	3,2	3,8	1,6	5,6	9,0	9,0	5,0	4,6	
Tasa de interés										
Tasa de referencia - final del año - %	4,75	4,25	4,25	1,75	3,00	9,50	9,50	6,50	6,50	
Balanza de pagos										
COP / USD - final del período	2.932	3.254	3.287	3.428	4.070	4.100	3.900	4.150	4.000	
Balanza comercial - USD mil millones	-6,0	-7,0	-10,8	-10,1	-15,4	-10,0	-9,5	-7,0	-8,0	
Cuenta Corriente - % PIB	-3,5	-4,2	-4,6	-3,4	-5,7	-5,5	-5,3	-4,5	-4,5	
Inversión Extranjera Directa - % PIB	4,4	3,4	4,3	2,8	3,0	4,6	4,5	4,2	4,0	
Reservas Internacionales - USD mil millones	47,6	48,4	53,2	59,0	58,0	57,0	57,0	56,0	56,0	
Public Finances										
Resultado Nominal Gob. Central - % del PIB	-3,6	-3,1	-2,5	-7,8	-7,1	-5,6	-5,6	-4,2	-3,8	
Deuda Pública Bruta Gob. Central - % del PIB	46,4	49,3	50,3	65,0	63,5	59,5	60,0	59,7	60,3	

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.