

Escenario macro - Colombia



Escenario Macro | 11 de octubre de 2022

Economía global

Tasa de interés de Estados Unidos en 5% y una (cuasi) recesión global 2

La persistencia de la elevada inflación mundial lleva a los bancos centrales a prolongar sus ciclos contractivos.

Colombia

Incremento menor a lo esperado, aunque es probable una contracción adicional..... 9

Un contexto mundial menos favorable y la creciente incertidumbre de la política interna nos llevaron a revisar a la baja nuestra perspectiva de crecimiento para 2023.

Revisión de Escenario

Mundo

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

Brasil

	2021	2022		2023	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	4,6	2,5	2,5	0,5	0,5
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	11,00
IPCA (%)	10,1	5,5	6,0	5,0	5,3

Argentina

	2021	2022		2023	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	10,3	4,2	3,9	-2,0	-2,0
ARS / USD (dic)	102,75	180,00	180,00	345	345
BADLAR (dic) - %	34,10	72,00	70,00	72	70
Tasa de referencia - %	38,0	80,0	78,0	80	78
IPC - %	50,9	100,0	98,0	100	98

Colombia

	2021	2022		2023	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	10,7	7,3	6,5	0,3	1,0
COP / USD (dic)	4070	4700	4300	4800	4350
Tasas de interés (dic) - %	3,00	11,50	11,50	9,00	7,50
IPC - %	5,6	11,8	11,2	7,2	6,5

América Latina y el Caribe

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

México

	2021	2022		2023	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	4,8	2,1	1,8	0,5	0,9
MXN / USD (dic)	20,53	20,50	20,50	21,00	21,00
Tasas de interés (dic) - %	5,50	10,50	9,75	11,00	9,75
IPC - %	7,4	8,7	8,2	5,0	5,0

Chile

	2021	2022		2023	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	11,7	2,0	2,0	-1,5	-1,0
CLP / USD (dic)	851	950	930	980	930
Tasas de interés (dic) - %	4,00	11,50	10,75	6,50	6,00
IPC - %	7,2	13,0	13,0	5,0	4,7

Perú

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

Fuente: Itaú.

Economía global

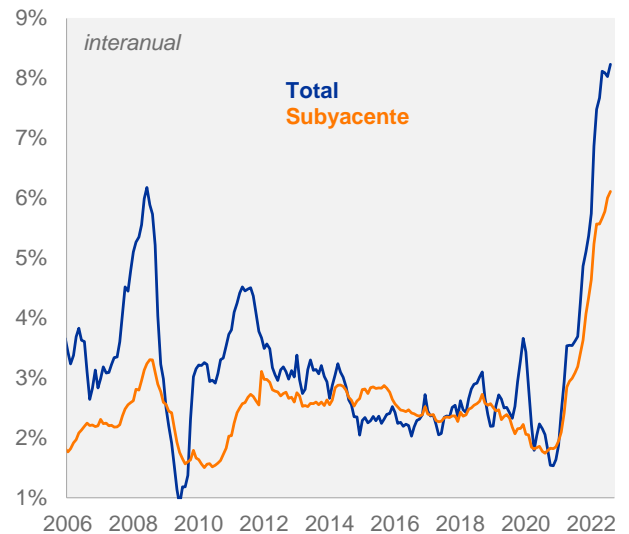
Tasa de interés de Estados Unidos en 5% y una (cuasi) recesión global

- ▶ Prevedemos una (cuasi) recesión mundial con altas tasas de interés, crisis del gas en la UE y una lenta recuperación en China. Otros riesgos a la baja son errores de política (como en el Reino Unido) y eventos de liquidez/estabilidad financiera.
- ▶ Estados Unidos: la persistente inflación llevará la FFR a 4,75%-5,0%, con un crecimiento del PIB de 0% en 2023 (revisado desde 0,8%).
- ▶ Europa: el BCE subirá las tasas a 3,0%, con una recesión más profunda en 2023 (ahora prevemos que el PIB retrocedería 1,0%, desde -0,8%).
- ▶ China: esperamos un crecimiento del PIB de 2,8% en 2022 (desde 3,0%) y de 4,5% en 2023 (4,9%), en medio de una recuperación más suave.
- ▶ Esperamos que continúe la fortaleza del dólar, en un ciclo que supera los 10 años y con la divisa alcanzando el nivel más alto desde los años 80.
- ▶ Commodities: descenso de los precios de los metales y la energía debido a la desaceleración del crecimiento mundial.
- ▶ América Latina: El escenario externo más complejo pesará sobre el crecimiento económico en 2023.

Una (cuasi) recesión mundial: alza de tasas, shock energético en Europa y lenta recuperación en China

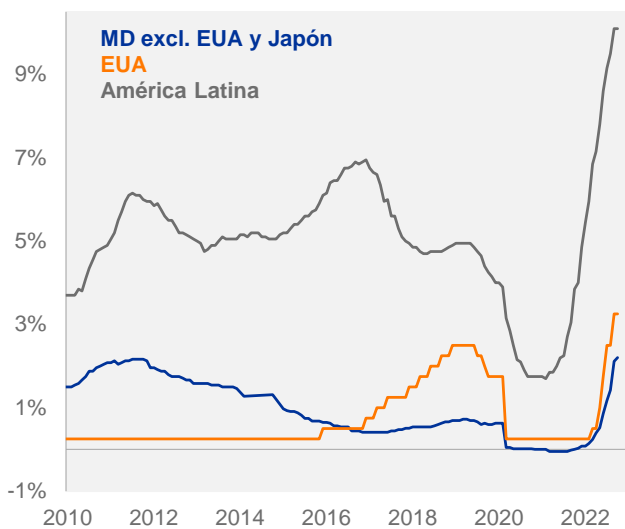
La persistencia de la elevada inflación mundial lleva a los bancos centrales a prolongar sus ciclos contractivos. A pesar de la desaceleración de la demanda mundial de bienes, la inflación subyacente sigue acelerándose hasta alcanzar niveles históricamente elevados (ver gráfico). Estimamos un IPC mundial de 8,2% interanual y un IPC subyacente mundial de 6,1%. En este contexto, los bancos centrales siguen siendo muy agresivos en todos los países, lo que prolonga el ciclo de alzas (sobre todo en los mercados desarrollados).

Fuerte y persistente inflación global



Fuentes: Haver, Itaú

Tasas de política monetaria al alza



Fuentes: Haver, Itaú

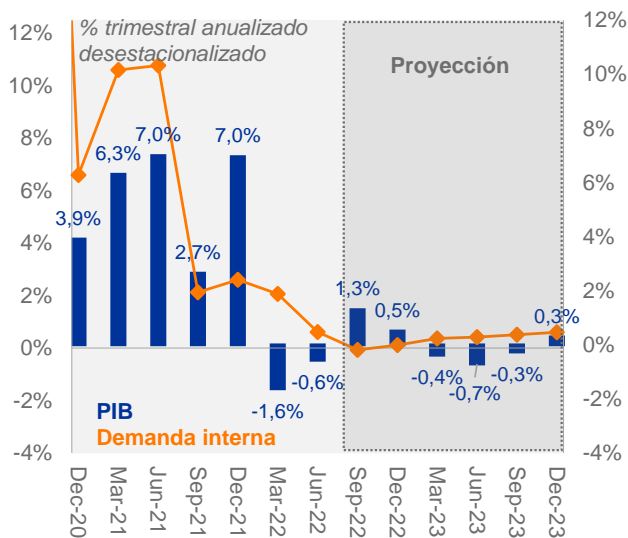
La crisis del gas en Europa y la lenta recuperación de China también limitan el crecimiento mundial, mientras que errores de política económica y vulnerabilidades financieras son riesgos a la baja.

En Europa, la interrupción de los flujos de gas procedentes de Rusia mantiene los precios del gas en niveles elevados y sigue suponiendo un riesgo de racionamiento durante el invierno, a pesar de las mejoras en el almacenamiento. En China, el sector inmobiliario no respondió a los estímulos como en ciclos anteriores y las restricciones relacionadas con la pandemia retrasarán la recuperación económica. Por ello, ahora estimamos que el crecimiento del PIB mundial será de 1,8% en 2023 (desde 2,4%). A futuro, errores de política económica podrían empeorar este escenario. El anuncio de un enorme paquete fiscal en el Reino Unido es un claro ejemplo, ya que provocó un estímulo de la demanda y puso en peligro la sostenibilidad de la deuda en un entorno de aumento de la inflación y menor credibilidad de la política monetaria. La consecuencia inmediata fue una repentina depreciación de la libra esterlina y un alza masiva de las tasas de interés (ver la sección sobre Europa más adelante). Las vulnerabilidades financieras también surgen de las rápidas alzas de tasa y del endurecimiento de las condiciones financieras, como las pérdidas de los fondos de pensiones por el aumento de los rendimientos de la curva de Gilt, que supone riesgos adicionales a la baja.

Estados Unidos: la persistente inflación llevará la FFR a 5%, con mayor riesgo de recesión

Esperamos que el crecimiento sea adecuado en el 3T22 (1,3% trimestral anualizado desestacionalizado, pero que se desacelere en el 4T22 (a 0,5%) y caiga a cero en 2023 (con algunos trimestres negativos). Esperamos un crecimiento del PIB de 1,3% en el 3T22, con una gran contribución de las exportaciones netas (2,2 p.p.). Por otra parte, ahora esperamos una demanda interna más débil. Tras alcanzar 2,1% trimestral anualizado desestacionalizado en el 1T22, es probable que la demanda interna sea mucho más débil en el 3T22 (con un crecimiento de 0,1%) y más adelante (con un ritmo de 0,2% en el 4T22 y en 2023), como reflejo de tasas más elevadas. Junto con las contribuciones negativas de los inventarios (que están más cerca de los niveles normales), las exportaciones netas (ayudadas por un dólar más fuerte) y el consumo público (sin estímulo fiscal), es probable que el PIB entre en territorio negativo en el 1T23 y se mantenga allí hasta el 3T23 (ver gráfico). Por ello, revisamos a la baja nuestra previsión del PIB para el próximo año, desde 0,8%.

El crecimiento del PIB de Estados Unidos se desaceleraría a 0% en 2023



Fuentes: Haver, Itaú

El mercado laboral se mantiene robusto, a pesar de la desaceleración económica.

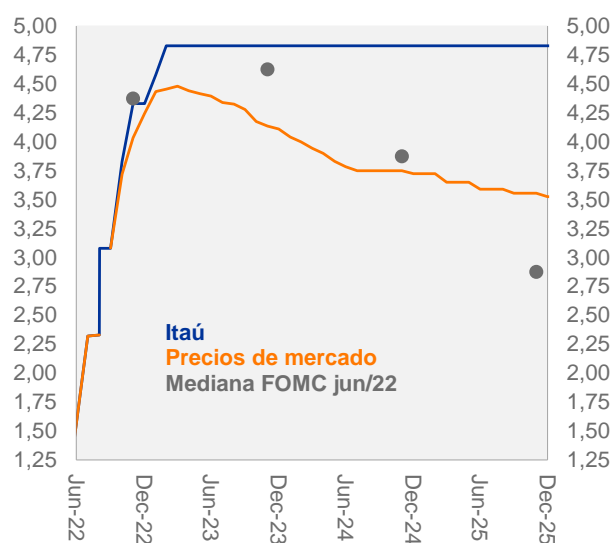
A pesar de la desaceleración de la demanda interna, el mercado laboral se mantiene muy estrecho. Las nóminas alcanzaron un promedio de 378.000 en los últimos tres meses, la tasa de desempleo se mantiene en

3,7% y las ofertas de empleo son elevadas. En consecuencia, el crecimiento de los salarios sigue siendo muy fuerte y continúan contribuyendo a la presión de la inflación (ver gráfico).

Los salarios se mantienen sólidos



Preveemos la FFR en 4,75-5,0%



Europa: el BCE subiría las tasas a 3,0%; recesión más pronunciada en 2023

El BCE subiría las tasas a 3,0% (escenario anterior: 2,0%) en un entorno de elevada inflación, a pesar de la débil actividad económica. En septiembre, el PMI compuesto bajó a 48,2 (desde 48,9), lo que indica un PIB inferior a 0% en el 3T22. Según la encuesta, el aumento de los precios de la energía se sumó a la carga de los costos de las empresas y limitó la producción en algunos casos, lo que hizo subir los indicadores de precios de la encuesta (de los insumos y de la producción) para señalar una nueva aceleración de las presiones inflacionarias. La inflación alcanzó 10% interanual (desde 9,1%), y la inflación subyacente subió a 4,7% (desde 4,3%). El BCE mantendrá su postura agresiva para llevar la inflación nuevamente a la meta de 2%. Ahora esperamos que aumente la tasa 75pb en octubre y diciembre, seguidos de un alza de 50pb en febrero de 2023 y una de 25pb para finalizar el ciclo de alzas, lo que llevaría la tasa a 3,0%.

El apoyo fiscal podría ayudar a compensar parcialmente el shock energético, aunque la recesión en 2023 es inevitable (ahora preveemos una variación del PIB de -1,0%, desde -0,8%). El gobierno alemán anunció recientemente su cuarto paquete energético (200.000 millones de euros, alrededor de 5% del PIB) para hacer frente a la crisis de los precios de la energía. Este paquete de apoyo se suma a tres paquetes anteriores que suman aproximadamente 95.000 millones de euros

Inflación persistente y generalizada. El IPC de agosto volvió a superar las expectativas, en 8,3% interanual, con un IPC subyacente de 6,3%. Los datos siguen indicando una inflación generalizada y persistente, con las partidas de vivienda y otros servicios básicos aún fuertes. La inflación de bienes básicos, que se espera que se desacelere en los próximos meses debido a la debilidad de la demanda, la fortaleza del dólar y la disminución de las presiones de la oferta (desplome de los costos de transporte), no mostraron signos de atenuación en el último IPC.

Esperamos que la Fed aumente las tasas a 4,75%-5,0%. Tras el alza de 75pb en la reunión de septiembre, esperamos nuevas alzas de 75pb en noviembre, 50pb en diciembre y 25pb en febrero y marzo de 2023, lo que llevaría la tasa terminal a 4,75%-5,0% (por encima de las expectativas del mercado de 4,4%).

(alrededor de 2,5% del PIB). El gobierno pondrá en marcha un "freno al precio de la electricidad" para los hogares y todas las empresas, introducirá en breve un "freno al precio del gas" temporal, impondrá la llamada "tasa de solidaridad" a las empresas energéticas (como se sugiere a nivel de la UE) y reducirá la tasa del IVA sobre el gas y la calefacción urbana (a 7% desde 19%). Otros países podrían seguir su ejemplo para compensar parcialmente el aumento de los precios de la energía, pero parece inevitable una recesión en 2023.

En el Reino Unido, las decisiones fiscales erróneas generaron grandes turbulencias financieras.

Poco después de ganar las elecciones a primer ministro, a principios de septiembre, Liz Truss anunció un amplio paquete fiscal para dos años de alrededor del 7% del PIB. Incluía un importante plan para compensar las alzas de los precios de la energía (aproximadamente 5% del PIB), así como una propuesta de "plan de crecimiento" basada en importantes recortes fiscales para conseguir un crecimiento del PIB de 2,5% a mediano plazo. La reacción del mercado mostró claramente que no es el momento de fomentar el crecimiento ni de poner en riesgo la sostenibilidad fiscal. La libra esterlina se depreció 4,7%, los rendimientos de los bonos británicos a 30 años subieron desde 3,8% a 5,0%, y el mercado previó una alza de tasa del Banco de Inglaterra en el periodo entre reuniones tres días después del anuncio. Tras la tensión del mercado, el Banco de Inglaterra intervino con compras temporales de bonos cuando se esperaba que iniciara una contracción cuantitativa, y el gobierno ya retiró algunos de los recortes fiscales. En general, el mensaje es claro: la política fiscal debe ser selectiva, y la atención debe centrarse en la lucha contra la inflación.

China: el crecimiento del PIB baja a 2,8% en 2022 (desde 3,0%) y a 4,5% en 2023 (desde 4,9%) por una recuperación más suave

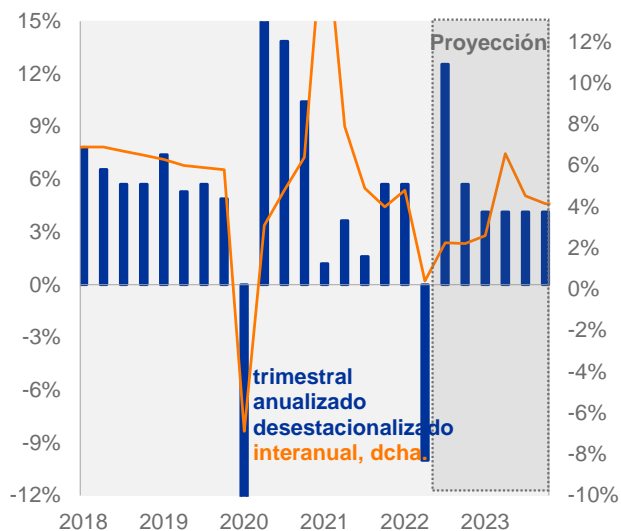
Modestas señales de mejora de la actividad... La PI se ubicó en 4,2% interanual en agosto (desde 3,8%), liderada por los servicios públicos (electricidad, gas y agua) y un modesto repunte de la industria manufacturera. Las ventas minoristas aumentaron 5,4% interanual (desde 2,7%), ayudadas por una base más baja y la normalización de los servicios de restaurantes (8,4% interanual, desde -1,5%). La inversión en activos fijos se mantuvo prácticamente estable en términos interanuales y en

lo que va de año, en 5,8% (desde 5,7%), con un crecimiento de la inversión en infraestructuras de 15,4% interanual (desde 11,5%), lo que probablemente refleja el estímulo de las políticas con la repercusión del aumento de la emisión de bonos LGSB desde mayo. La tasa de desempleo disminuyó a 5,3% (desde 5,4%), lo que sugiere que el mercado laboral se flexibilizó tras el shock de la variante Ómicron, aunque sigue estando por encima del nivel de 2021 (5,1%). El PMI manufacturero de septiembre también repuntó, desde 49,4 a 50,1, apoyado por la demanda interna, mientras que la demanda externa siguió disminuyendo.

... aunque los sectores inmobiliarios y de servicios continúan siendo un lastre. La inversión inmobiliaria continuó contrayéndose, con un descenso de 13,8% interanual (desde -12,1%). Las ventas de viviendas cayeron 22,6% interanual (desde -28,9%), mientras que las nuevas construcciones se mantuvieron prácticamente estables en -45,7% interanual (desde -45,4%). Los precios de las viviendas nuevas se situaron en -0,29% interanual, desde -0,11%. El sector inmobiliario no respondió a los estímulos como en ciclos anteriores, a pesar de todas las medidas de flexibilización. Las restricciones relacionadas con la pandemia siguieron pesando en el sector de servicios, y el PMI no manufacturero bajó a 50,6 (desde 52,6).

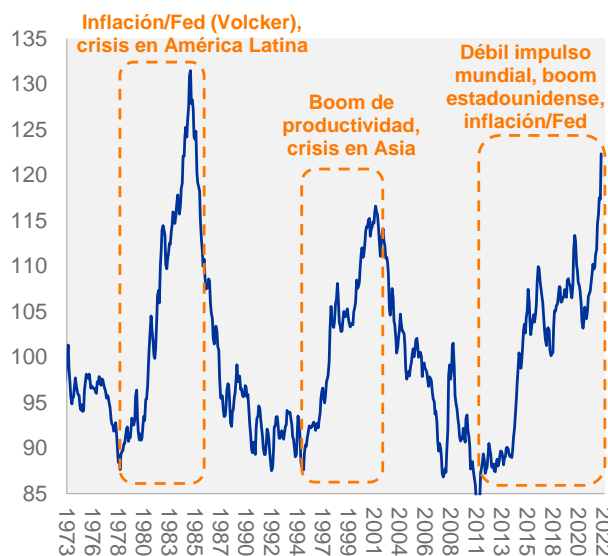
Proyectamos un crecimiento del PIB de 2,8% en 2022 (desde 3,0%) y 4,5% para 2023 (desde 4,9%). Seguimos esperando que la economía de China se recupere tras una leve flexibilización y la reapertura de la economía luego de los confinamientos del primer semestre de 2022, es probable que sea un repunte mediocre.

Crecimiento del PIB de China: 2,8% en 2022, 4,5% en 2023



Fuentes: Haver, Itaú

Fuerte tipo de cambio real efectivo del dólar



Fuentes: BBG, Itaú

Esperamos que continúe el escenario de fortaleza del dólar, en un ciclo que supera los 10 años, alcanzando el nivel más alto desde los años 80.

El actual ciclo alcista del dólar es el más prolongado de la historia y es probable que continúe. Lleva 11 años, el más prolongado de la historia. Aunque no es el mayor ciclo (subió 44%, frente a una variación media de 45% en ciclos anteriores), esperamos que el dólar continúe fortaleciéndose en el futuro. Una mayor probabilidad de recesión mundial (descrita anteriormente) y el alza de las tasas de interés en Estados Unidos seguirán impulsando el dólar al alza: esperamos otra apreciación de 5% este año.

Para fin de 2022, pre vemos que el euro se ubique en 0,93 (desde 1,0), el yuan en 7,15 (desde 6,9) y el índice del dólar estadounidense (DXY) en 117.

Commodities: descenso de los precios de los metales y la energía debido a las preocupaciones mundiales.

Pre vemos una reducción de los precios de los metales debido a una menor demanda china. Desde 2020, los precios de los metales han estado bajo presión debido a la muy fuerte demanda de bienes en EE.UU. Ahora, es probable que la desaceleración del crecimiento en China tenga un impacto sobre los precios de los commodities metálicos. En el caso del hierro, redujimos nuestra previsión para 2023 a 80 dólares/t (desde 85 dólares). Mantuvimos nuestra previsión para fines de 2022 en 100 dólares/t.

El petróleo sigue luchando por alcanzar nuevos máximos: los precios del Brent han estado oscilando entre 80-90 dólares/barril, mientras que la curva de futuros sigue invertida. Tras alcanzar cerca de 130 dólares/barril a mediados de marzo, debido al recrudescimiento del conflicto ruso-ucraniano, los precios del petróleo comenzaron a mostrar cierto alivio el mes pasado, ya que el grueso de las expectativas iniciales de pérdida de exportaciones de crudo ruso no se materializó y comenzaron a aparecer signos incipientes de enfriamiento en los datos de alta frecuencia para los meses de verano en el hemisferio norte. Los factores globales y macroeconómicos desempeñaron un papel clave en el margen, ya que los precios se ajustan a un crecimiento más lento y a tasas de interés más altas. En consecuencia, redujimos nuestras previsiones para el Brent a 90 dólares/barril para 2022 (desde 100 dólares) y a 80 dólares/barril para 2023 (desde 90 dólares).

Aunque la macroeconomía es importante, seguimos viendo algunos riesgos al alza para el petróleo debido a las restricciones de la oferta. El equilibrio mundial sigue siendo algo ajustado debido a las actuales restricciones de la oferta, y habrá más a futuro. En concreto, la Reserva Estratégica de Petróleo (SPR en inglés) llegará a su fin en octubre, y las sanciones de la UE sobre el petróleo ruso transportado por vía marítima deberían entrar en vigor el 5 de diciembre, lo que podría interrumpir cerca de 1 mbd de suministro. Dicho esto, un aumento en el cumplimiento de las sanciones petroleras impuestas a Rusia podría seguir planteando algunos riesgos al alza para los precios. Además, la OPEP+ acaba de anunciar un agresivo recorte de la producción, lo que debería contribuir a la elevada volatilidad de los precios del petróleo.

América Latina: el escenario externo más complejo pesará sobre el crecimiento económico en 2023

El nivel actual de las tasas de política (posiblemente en línea con una política monetaria contractiva en todos los países de la región con un régimen de meta inflacionaria) protegió, al menos en cierta medida, a las divisas latinoamericanas del entorno externo, pero la postura más agresiva de la Fed hace que la desinflación sea más compleja. Ahora esperamos que las monedas terminen 2023 más débiles que nuestro escenario anterior en Colombia, a 4800 pesos colombianos/dólar (desde 4350 anteriormente), y en Chile, a 980 pesos chilenos/dólar (desde 930 anteriormente). Aunque nuestras previsiones para las demás divisas de la región se mantienen sin cambios, continúan en línea con un debilitamiento respecto a los niveles actuales.

En Brasil -donde la inflación registró sorpresas a la baja recientemente- redujimos nuestras previsiones del IPCA tanto para 2022 como para 2023, aunque revisamos al alza nuestras proyecciones inflacionarias para Colombia (ambos años), Chile (2023), México (2022) y Argentina (tanto 2022 como 2023), reflejando una moneda más débil o recientes sorpresas al alza.

En este contexto, los bancos centrales de la región (excepto Brasil) parecen incapaces de poner fin al ciclo contractivo. Ahora esperamos que la tasa de política en Chile alcance un máximo de 11,5% (desde 10,75% en nuestro escenario anterior), mientras que, en México, elevamos recientemente nuestra previsión de tasa terminal a 11% (desde 9,75%). En Colombia, aunque el Banco Central introdujo recientemente un alza de la tasa inferior a la esperada (pero aún considerable), mantenemos nuestra previsión de tasa terminal de 11,5% para este año y elevamos la de 2023 a 9,0%.

El crecimiento económico sigue superando las expectativas en algunos países, lo que llevó a un nuevo aumento de nuestras previsiones del PIB para este año, a 4,2% en Argentina (desde 3,9%), 7,3% en Colombia (desde 6,5%) y 2,1% en México (desde 1,8%). Los elevados precios de los commodities durante el primer semestre, el gasto de los ahorros acumulados durante la pandemia y una demanda de servicios reprimida más fuerte de lo previsto tras la reapertura impulsaron el crecimiento por encima del potencial este año en la mayoría de los países que cubrimos.

No obstante, un escenario externo más adverso (que incluye condiciones financieras más restrictivas, menores precios de los commodities y rápida desaceleración de las economías de los mercados centrales) y una postura restrictiva de la política monetaria siguen pesando sobre nuestras previsiones del PIB para 2023, en la mayoría de los casos muy por debajo del potencial. Ahora estimamos un crecimiento del PIB en 2023 de 0,3% para Colombia, de 0,5% para México (desde 0,9%) y de -1,5% para Chile (desde -1,0%). También se espera que Argentina sufra una contracción del PIB el próximo año, lo que refleja la necesidad de ajustar los frágiles fundamentos macroeconómicos del país.

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	2,8	2,8	1,8	2,4	
EUA - %	2,3	2,9	2,3	-3,4	6,7	1,7	1,6	0,0	0,8	
Zona del Euro - %	2,8	1,8	1,6	-6,2	5,2	2,8	2,8	-1,0	-0,8	
China - %	7,0	6,7	6,0	2,3	8,1	2,8	3,0	4,5	4,9	
Tasas de interés y monedas										
Tasa Fed - %	1,30	2,27	1,55	0,09	0,08	4,33	3,83	4,83	4,08	
Treasury 10 años (EUA), final del período - %	2,60	2,98	2,00	1,47	1,90	4,25	3,40	4,25	3,70	
USD/EUR - final del período	1,20	1,15	1,12	1,22	1,13	0,93	1,00	0,93	1,00	
CNY/USD - final del período	6,51	6,88	7,01	6,54	6,37	7,15	6,90	7,15	6,90	
Índice DXY (*)	92,1	96,2	96,4	89,9	95,7	117,3	106,6	117,5	105,5	

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

Incremento menor a lo esperado, aunque es probable una contracción adicional

- ▶ Aunque revisamos al alza nuestra previsión de crecimiento para 2022, a 7,3%, dado el mayor impulso de la actividad, un contexto mundial menos favorable y la creciente incertidumbre de la política interna nos llevaron a revisar a la baja nuestra perspectiva de crecimiento para 2023, a 0,3% (desde 0,7%).
- ▶ Se espera que las elevadas expectativas de inflación, la sólida dinámica de la actividad, el amplio desequilibrio externo y el endurecimiento de las condiciones financieras mundiales lleven al Banco Central a seguir subiendo la tasa. Seguimos esperando una tasa terminal de 11,50% para 2022, a pesar de que el aumento de septiembre fue menor de lo esperado. También prevemos un ciclo de recorte de tasa más gradual para 2023 (a 9% a fin de año, desde 7,5% en nuestro escenario anterior), ya que el fortalecimiento del dólar lleva a un peso más débil y a una mayor inflación.
- ▶ A pesar de que los ingresos fiscales tuvieron un mejor desempeño este año, las cuentas fiscales siguen sometidas a una gran presión. Una desaceleración económica y la eliminación gradual de los subsidios a los combustibles presionarían aún más el déficit fiscal, a 4,7% en 2023 (0,3 p.p. más que nuestro escenario anterior) y 5,6% en 2022.

Importantes desafíos fiscales

Mayor presupuesto para el próximo año junto con un déficit fiscal nominal más elevado. Los legisladores acordaron aumentar el presupuesto para 2023 a 405,6 billones de pesos, 14,2 billones más que el proyecto inicial. El nuevo presupuesto apoyará la inversión con recursos adicionales por 10 billones de pesos. Parte de los nuevos recursos se financiarán con ingresos fiscales superiores a los previstos, recortes de gastos y un mayor endeudamiento con la banca multilateral. El siguiente paso en el proyecto de presupuesto es el desglose del gasto. El presupuesto debe aprobarse a más tardar el 20 de octubre. El gobierno señaló que la meta anterior de déficit fiscal nominal para el próximo año probablemente tardará más en alcanzarse, elevando la meta para 2023 40pb a 4% (5,6% este año). Según el Ministerio de Hacienda, el mayor déficit fiscal cumpliría la Regla Fiscal tras la revisión al alza de la previsión del PIB para este año a 7,7% (desde 7% anteriormente); la proyección para 2023 se recortó a 1,8%, desde 2,2%.

Los ajustes en la reforma fiscal reducen el recaudo esperado. El ministro de Hacienda anunció algunas modificaciones a la reforma tributaria tras las deliberaciones en el Congreso. En línea con el foco en los segmentos de altos ingresos, se añadió un tramo adicional al impuesto a al patrimonio propuesto, lo que implica una tasa de 1,5% sobre el patrimonio superior a 10.000 millones de pesos (la tasa había subido a un

máximo de 1% para los patrimonios superiores a 5.000 millones de pesos). En cuanto al impuesto sobre los recursos naturales (carbón y petróleo), el plan inicial de imponer gravámenes a las exportaciones se sustituyó por un recargo del 10%, 7,5% y 5% a las empresas petroleras y de carbón durante los próximos tres años, respectivamente. El rango del impuesto sobre los dividendos se redujo 19 p.p. respecto a la propuesta inicial, para situarse entre el 0% y el 20%. El sector financiero pagará una sobretasa de 5% en el impuesto de renta (frente al 3% inicial). El ministro de Hacienda señaló que la reforma tributaria recaudará 22 billones de pesos, por debajo de los 25 billones de pesos estimados inicialmente.

El Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC) podría arrojar un déficit de 37 billones de pesos en 2022 (1,5 veces la propuesta de reforma tributaria), según el Comité Autónomo de Regla Fiscal (CARF). Los precios de la gasolina aumentarían 200 pesos mensuales, cerrando gradualmente la brecha con los precios internacionales. Según el CARF, el déficit fiscal nominal del gobierno para 2022 se estima en 7,3% del PIB, considerablemente por encima del 5,6% presupuestado en el Marco Fiscal, si se considerara el ajuste metodológico contable (de caja a devengo).

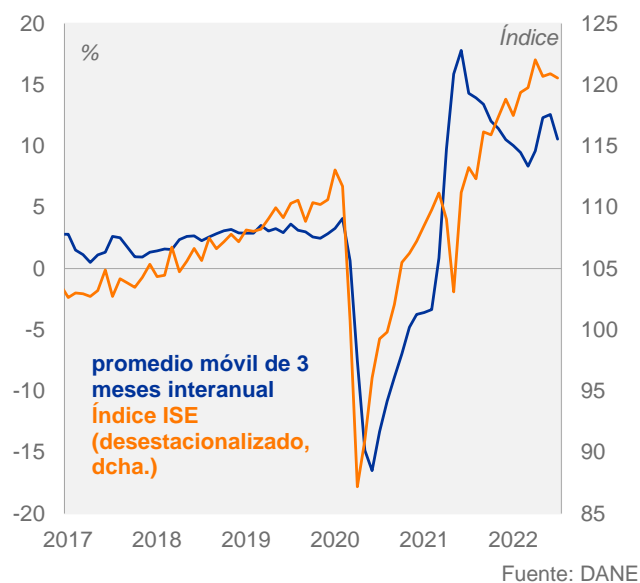
Reforma del sistema pensional. Aunque la presentación formal de la reforma pensional está prevista para 2023, los recientes comentarios del presidente Petro sobre el sistema de pensiones

hicieron que la atención se centre en la reforma. El sistema pensional colombiano está actualmente dividido entre un sistema público y otro privado. Durante su campaña, el presidente Petro declaró que reformaría el sistema pensional para que los aportes mensuales de los trabajadores que ganan hasta cuatro salarios mínimos se dirijan al sistema público (en lugar de al privado). Estos recursos se utilizarían para financiar una "pensión mínima garantizada" para tres millones de personas (lo que implica un gasto de 1,3% del PIB) y reduciría significativamente los recursos destinados al sector previsional privado, con posibles consecuencias negativas para el mercado de capitales local. Petro confirmó que es necesaria la reforma pensional para cumplir con la promesa de campaña de 500.000 pesos mensuales para los adultos mayores sin pensión. Aunque el gobierno tiene mayoría en el Congreso, una reforma estructural del sistema pensional requeriría una importante negociación entre una coalición diversa.

Niveles altos de actividad

La actividad descendió en julio desde niveles elevados. El indicador de actividad coincidente (ISE) subió 6,4% interanual en julio, lo que marca una moderación con respecto al 8,6% de junio. Para el trimestre acumulado, la actividad se expandió 10,6% interanual, desde 12,6% en el 2T22, pero 8,4% en el 1T22. El indicador se contrajo 0,3% (desestacionalizado) de junio a julio (aumentó 0,2% mensual en junio), arrastrado por los servicios financieros y la industria manufacturera. En el margen, la actividad se desaceleró a 1,1% trimestral anualizado desestacionalizado, desde 8,1% en el 2T22 y 5,2% en el 1T22. Se espera que la actividad se desacelere tras el endurecimiento de las políticas macroeconómicas, el deterioro del sentimiento privado y un escenario global menos favorable. A su vez, el optimismo empresarial cayó en agosto, probablemente arrastrado por las discusiones sobre la reforma tributaria, el aumento de la inflación, el incremento de las tasas de interés y la depreciación del peso.

Aún se registran niveles de actividad altos



El mercado laboral continúa ajustado. La tasa de desempleo fue menor de la esperada en agosto, impulsada por un crecimiento positivo del empleo asalariado privado. El empleo total aumentó 0,3% de julio a agosto (desestacionalizado), similar al mes anterior, impulsado por el aumento de 1,2% en las zonas urbanas. En consecuencia, la tasa de desempleo nacional fue de 10,6% en agosto, 2,2 p.p. menos que hace un año, mientras que la tasa de desempleo urbano cayó 2,5 p.p. a 10,8%. En general, el empleo total se sitúa 4,4% por encima de los niveles anteriores a la pandemia, mientras que la participación de la población activa aún tiene margen de recuperación.

Los precios al consumidor aumentaron 0,93% de agosto a septiembre, muy por encima de las expectativas del mercado. Los precios de los alimentos (1,61% mensual; contribución de 31pb) fueron un factor clave, aunque las presiones fueron generalizadas. Los precios al consumidor, excluidos alimentos y bienes energéticos, aumentaron 0,69% con respecto a agosto (0,26% en agosto de 2021). En términos anuales, la inflación subyacente aumentó 46pb a 7,42%, muy por encima del límite superior del rango en torno a la meta de 3% del Banco Central. En el margen, estimamos que la inflación acumulada en el trimestre fue de 12,9% (anualizada), desde 11,5% en el 2T22, aunque por debajo del 14,5% en el 1T22. La inflación subyacente se ubicó en 8,8% (anualizada) similar a los niveles del 1T22 y 2T22.

En una decisión dividida, el directorio del Banco Central optó por una subida de la tasa de 100pb a 10%, menor a la esperada. El alza fue inferior al consenso del mercado de Bloomberg y a nuestra previsión, ambas en 150pb (igual al incremento anterior). La votación estuvo dividida, ya que seis miembros se mostraron a favor de los 100pb y uno optó por un ajuste menor de 50pb. El directorio citó el aumento de las expectativas de inflación y el exceso de demanda interna en un contexto de duras condiciones financieras externas como las razones de su decisión de contraer aún más la política monetaria. El equipo técnico elevó su previsión de crecimiento del PIB para 2022 0,9 p.p. a 7,8%, tras un resultado mejor de lo esperado en el 2T22. Para 2023, el personal técnico recortó su previsión del PIB 40pb a 0,7%, incorporando efectos de base más exigentes y una desaceleración prevista del crecimiento mundial. El presidente Villar indicó que el equipo técnico espera una senda de inflación superior a la previsión anterior de 5,7% para 2023, debido a las interrupciones de la oferta, aunque compensada parcialmente por un menor crecimiento. El presidente Villar señaló que la transmisión de la política monetaria: tiene un rezago, es actualmente ligeramente contractiva, y el directorio evalúa atentamente su efecto sobre la actividad.

Mayores expectativas de inflación



Fuente: BanRep

Los desequilibrios económicos y el fortalecimiento global del dólar pesarán sobre el peso

La dinámica de los préstamos y la inercia de la actividad siguen apoyando la demanda interna, pero políticas macroeconómicas más restrictivas probablemente afectarán el consumo. Ahora esperamos que la economía se expanda 7,3% en 2022, desde 6,5% anteriormente. Sin embargo, el endurecimiento de las condiciones financieras mundiales, la corrección de los términos de intercambio, la desaceleración significativa del crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia y el aumento de la inflación deberían frenar la dinámica de la actividad. Como resultado, ahora esperamos que el crecimiento se desacelere a 0,3% en 2023, 70pb menos que en nuestro escenario anterior.

La reducción de los términos de intercambio contendría la corrección del desequilibrio exterior. Ahora esperamos un déficit de cuenta corriente de 6,2% del PIB para 2022 (desde 6% en nuestro escenario anterior), dado el persistente déficit de ingresos y la fuerte demanda interna. La esperada desaceleración de la demanda interna se traduciría en una moderación del déficit de cuenta corriente a 4,6% del PIB el próximo año, aunque es probable que el descenso de los precios del petróleo y los efectos de base del PIB ralenticen el ritmo de la corrección (antes esperábamos un déficit de 4,4%). A su vez, revisamos nuestras previsiones de tipo de cambio a 4.700 pesos/dólar para fin de 2022 (desde 4.300 anteriormente) y a 4.800 pesos/dólar para fin de 2023 (desde 4.350 anteriormente), dadas las expectativas de un fortalecimiento global del dólar, una corrección de los precios del petróleo y el aumento de la incertidumbre local derivada de los debates sobre la reforma estructural.

Los choques externos y la depreciación del peso presionan aún más la inflación. Ahora esperamos que la inflación alcance 11,8% a fin de año (60pb más que en nuestro escenario anterior) dados los elevados precios de los alimentos y las presiones de la demanda en general. También revisamos nuestra estimación de inflación para 2023 a 7,2% (desde 6,5% anteriormente), debido a la indexación y a la debilidad del peso.

Desafíos fiscales en medio de la desaceleración económica. El debilitamiento de la dinámica de la actividad en 2023 conducirá a una consolidación fiscal más lenta. Ahora prevemos un déficit fiscal de 4,7% del

PIB en 2023 (0,3% más que en nuestro escenario anterior y 0,7% por encima de las estimaciones presupuestarias oficiales).

Se prevé un mayor endurecimiento de la política monetaria. Dada la revisión al alza de nuestras proyecciones de inflación, la brecha de producción positiva y el endurecimiento adicional de las condiciones financieras mundiales, es probable que se introduzcan nuevos incrementos. A pesar de que el alza de septiembre fue menor de lo previsto, seguimos

esperando una tasa terminal de 11,5% y ahora creemos que las tasas se mantendrán más altas durante más tiempo, cayendo gradualmente a 9,0% en 2023 (150pb más que en nuestro escenario anterior) en un entorno de condiciones financieras mundiales más duras.

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	7,3	6,5	0,3	1,0	
PIB nominal - USD mil millones	311	334	323	270	318	345	331	349	336	
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	6.654	6.390	6.695	6.436	
Tasa de desempleo (prom. anual)	9,4	9,7	10,5	16,1	13,7	11,2	11,2	11,8	11,4	
Inflación										
IPC - %	4,1	3,2	3,8	1,6	5,6	11,8	11,2	7,2	6,5	
Tasa de interés										
Tasa de referencia - final del año - %	4,75	4,25	4,25	1,75	3,00	11,50	11,50	9,00	7,50	
Balanza de pagos										
COP / USD - final del período	2.932	3.254	3.287	3.428	4.070	4.700	4.300	4.800	4.350	
Balanza comercial - USD mil millones	-6,0	-7,0	-10,8	-10,1	-15,4	-9,5	-10,5	-7,5	-6,5	
Cuenta Corriente - % PIB	-3,5	-4,2	-4,6	-3,4	-5,7	-6,2	-6,0	-4,6	-4,4	
Inversión Extranjera Directa - % PIB	4,4	3,4	4,3	2,8	3,0	4,5	4,7	3,6	4,3	
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	-4,7	-4,4	
Deuda Pública Bruta Gob. Central - % del PIB	46,4	49,3	50,3	65,0	63,5	60,9	59,1	61,7	59,5	

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 483 del 6 de julio de 2010.
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.itaú.com.br/atenda-itaú/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.

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.