

Escenario macro - Colombia



Escenario Macro | 15 de diciembre de 2020

Economía global

Flujos de capitales hacia ME se reanudan, en un escenario de recuperación global y amplia liquidez..... 2

Los contagios continúan aumentando en Estados Unidos, aunque ya comenzaron las campañas de vacunación allí y en el Reino Unido, mientras que en Europa comenzarán el próximo mes. La actual recuperación global, los menores riesgos de política de Estados Unidos y un Fed moderado son factores que favorecen un dólar débil a futuro y generan un escenario más benigno para los flujos de capitales hacia mercados emergentes.

Colombia

Con un poco de ayuda del FMI 6

Colombia es la primera economía en el mundo en acceder a la línea de crédito flexible (LCF) del FMI en medio de una precaria situación fiscal que llevó a las tres principales agencias de calificación a mantener una perspectiva negativa para la calificación soberana del país. Revisamos nuestra proyección de inflación a 1,5% para este año, pero la evolución de los subsidios y otras medidas de apoyo significa que la inflación convergirá a la meta en 2021. Esperamos tasas estables en 1,75% durante la mayor parte de 2021, alcanzando 3,5% en 2022 a medida que avanza el proceso de normalización.

Revisión de Escenario

Mundo

	2020		2021		2022
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual
PIB - %	-3,4	-3,4	6,2	5,9	4,0

Brasil

	2020		2021		2022
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual
PIB - %	-4,1	-4,1	4,0	4,0	2,5
BRL / USD (dic)	5,25	5,25	4,75	5,00	4,75
Tasas de interés (dic) - %	2,00	2,00	3,50	3,00	3,50
IPCA (%)	4,4	3,5	3,3	3,1	3,3

Argentina

	2020		2021		2022
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual
PIB - %	-11,0	-12,0	4,5	4,5	2,5
ARS / USD (dic)	85,00	86,00	125,00	127,00	172
BADLAR (dic) - %	34,00	34,00	34,00	34,00	24
Tasa de referencia - %	38,0	38,0	38,0	38,0	30
IPC - %	37,0	37,0	50,0	50,0	40

Colombia

	2020		2021		2022
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual
PIB - %	-7,0	-7,0	5,0	4,7	3,1
COP / USD (dic)	3470	3650	3560	3650	3560
Tasas de interés (dic) - %	1,75	1,75	2,00	2,00	3,50
IPC - %	1,5	2,0	3,0	3,0	3,0

Paraguay

	2020		2021		2022
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual
PIB - %	-1,0	-1,5	4,0	4,0	4,0
PYG / USD (dic)	7000	7000	7100	7100	7250
Tasas de interés (dic) - %	0,75	0,75	2,00	2,00	4,00
IPC - %	2,1	1,8	3,0	3,0	4,0

América Latina y el Caribe

	2020		2021		2022
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual
PIB - %	-7,1	-7,2	4,4	4,4	2,6

México

	2020		2021		2022
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual
PIB - %	-9,0	-9,0	4,0	4,0	3,0
MXN / USD (dic)	20,00	21,00	19,00	20,50	19,00
Tasas de interés (dic) - %	4,25	4,25	3,50	3,50	3,50
IPC - %	3,6	3,9	3,2	3,2	3,3

Chile

	2020		2021		2022
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual
PIB - %	-6,0	-5,5	6,0	5,5	2,5
CLP / USD (dic)	745	780	760	770	760
Tasas de interés (dic) - %	0,50	0,50	0,50	0,50	1,25
IPC - %	2,8	2,9	3,0	2,9	3,0

Perú

	2020		2021		2022
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual
PIB - %	-12,6	-12,6	9,6	9,6	4,0
PEN / USD (dic)	3,60	3,60	3,50	3,40	3,50
Tasas de interés (dic) - %	0,25	0,25	0,25	0,25	1,00
IPC - %	2,0	1,6	1,9	1,9	2,3

Uruguay

	2020		2021		2022
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual
PIB - %	-4,0	-4,0	3,0	3,0	2,5
UGY / USD (dic)	43,00	43,00	46,00	46,00	48,00
Tasas de interés (dic) - %	4,50	4,50	8,00	8,00	7,00
IPC - %	9,5	9,5	8,0	8,0	6,5

Economía global

Flujos de capitales hacia ME se reanudan en un escenario de recuperación global y amplia liquidez

- ▶ El contagio continúa aumentando en Estados Unidos, aunque ya comenzaron las campañas de vacunación allí y en el Reino Unido, y lo mismo debería ocurrir en otros países europeos.
- ▶ Estados Unidos: PIB positivo en el 4T a pesar del avance del virus; la bidenomía con un Senado republicano favorece un estímulo fiscal modesto y un menor riesgo regulatorio.
- ▶ Europa: esperamos una contracción de 3,2% en el 4T20. Aun así, las vacunas, la menor incertidumbre política y el nuevo estímulo del BCE probablemente ayudarán a la recuperación en 2021.
- ▶ China: se aproxima una marcada recuperación y ahora esperamos que el PIB de 2021 aumente 8,5% (desde 7,5% anteriormente). Preveemos una disminución del estímulo en el 1S21, con una desaceleración de la actividad a mediados de 2021.
- ▶ Mercados emergentes: la recuperación global, el menor riesgo de política de Estados Unidos y una Reserva Federal moderada favorecen un dólar débil y amplias entradas de ME.
- ▶ América Latina: el impulso externo compensa la incertidumbre política doméstica.

Los contagios continúan aumentando en Estados Unidos, aunque ya comenzaron las campañas de vacunación allí y en el Reino Unido, y lo mismo debería ocurrir en Europa el próximo mes.

El aumento del virus en Estados Unidos continúa con más restricciones locales, mientras que la situación en Europa se encuentra más controlada. Los contagios volvieron a acelerarse en Estados Unidos después de las vacaciones de Acción de Gracias y el inicio de la estación fría. Si bien las hospitalizaciones continúan aumentando, se espera que las nuevas muertes, recientemente en alrededor de 2,2 mil, alcancen un máximo de alrededor de 3 mil a mediados de enero (proyección del IHME, instituto de métrica y evaluación de la salud). En Europa, el virus se encuentra más controlado y la mayoría de los países ya están experimentando una disminución de casos y muertes, excepto Alemania, que se ha retrasado y podría imponer restricciones adicionales pronto.

Sin embargo, comenzaron las campañas de vacunación en el Reino Unido y Estados Unidos y es probable que comiencen en Europa a principios de enero. Después de haber aprobado el uso de emergencia de Pfizer más rápido de lo esperado, el Reino Unido comenzó a vacunar el 8 de diciembre con una disponibilidad inicial de 800 mil dosis, y se esperan otras 4 millones en los próximos días. Además, la FDA aprobó la vacunación de Pfizer la semana pasada, mientras que se espera que la vacuna de Moderna reciba aprobación el 17 de diciembre. En el resto de Europa, se espera que la

Agencia Europea de Medicamentos emita su opinión sobre Pfizer antes del 29 de diciembre y sobre Moderna el 12 de enero.

También se esperan pronto otras potenciales vacunas, con una distribución más amplia en los mercados emergentes. AstraZeneca publicó algunos datos en noviembre, pero se espera una aprobación después de los resultados de las pruebas en Estados Unidos a principios de 2021, mientras que Sinovac publicará los resultados el 15 de diciembre. Ambas vacunas tendrán una amplia distribución en mercados emergentes como Brasil, China, Sudáfrica y Turquía. Es probable que otras posibles vacunas (J&J, Cansino, Novavax y Sinopharm) informen resultados pronto, y puedan suministrar juntas alrededor de 4 mil millones de dosis el próximo año. La distribución mundial de vacunas en 2021 debería poner fin a la crisis del COVID-19 y consolidar una completa recuperación mundial.

Estados Unidos: PIB positivo en el 4T a pesar del aumento del virus; la bidenomía con un Senado republicano favorece un estímulo fiscal modesto, aunque con un menor riesgo regulatorio.

Las restricciones permanecieron a nivel local y esperamos un crecimiento de 3,5% trimestral anualizado desestacionalizado en el 4T20. Aunque los estados aumentaron las restricciones en medio del aumento del virus, los indicadores de movilidad y actividad

diaria no han disminuido considerablemente. Asimismo, la confianza empresarial se mantuvo en buenos niveles durante noviembre, mientras que la recuperación del mercado laboral y la caída de la tasa de ahorro continuaron apoyando la recuperación económica. Aunque se reanudaron las negociaciones sobre un nuevo paquete fiscal, seguimos esperando su aprobación recién el próximo año.

La bidenomía limitada por el Senado implicará un estímulo fiscal modesto, menores riesgos de regulación y políticas más predecibles. Un Congreso dividido limitará la agenda económica de Biden, permitiendo sólo un modesto estímulo fiscal y la aprobación de pocas regulaciones nuevas, mientras que las acciones políticas de la Casa Blanca probablemente tenderían a ser más predecibles.

El control del Senado se mantiene indeciso, con dos segundas vueltas en Georgia (5 de enero), aunque creemos que es más probable que permanezca en manos republicanas. Las encuestas son ajustadas, pero los republicanos contaban con ventaja en ambos escaños el 3 de noviembre y necesitan ganar sólo uno de los dos escaños para mantener el control.

Realizamos un leve ajuste a nuestra proyección de PIB, a -3,6% para 2020 (desde -3,5%), aunque lo mantuvimos en 4,0% para 2021. También seguimos esperando que la tasa a 10 años del Tesoro de Estados Unidos sea de 0,90% este año y de 1,4% para 2021, aún limitada por una Reserva Federal moderada y la falta de un estímulo fiscal importante de un Senado republicano.

Europa: contracción de 3,2% en el 4T20. Las vacunas, la menor incertidumbre política y el nuevo estímulo del BCE probablemente ayudarán a la recuperación en 2021.

Continuamos previendo confinamientos hasta finales de diciembre y que el PIB del 4T caiga 3,2% trimestral. Tras una disminución impulsada por nuevas cuarentenas a nivel nacional, la movilidad diaria y nuestro seguimiento de la actividad se han estabilizado y continúan indicando una caída del PIB. Aunque esperamos que las restricciones se flexibilicen lentamente a principios de enero, existe el riesgo de que se prolonguen más los confinamientos en Alemania, donde el contagio aún no ha disminuido, y en otros países debido a las vacaciones de Año Nuevo.

Sin embargo, las vacunas, la menor incertidumbre política y el nuevo estímulo del BCE deberían ayudar a la recuperación en 2021. Las vacunas que se entregarán a principios de enero permitirán la recuperación económica total en 2021. Además, los acuerdos sobre la ratificación del Fondo de Recuperación y el (probable) cierre del

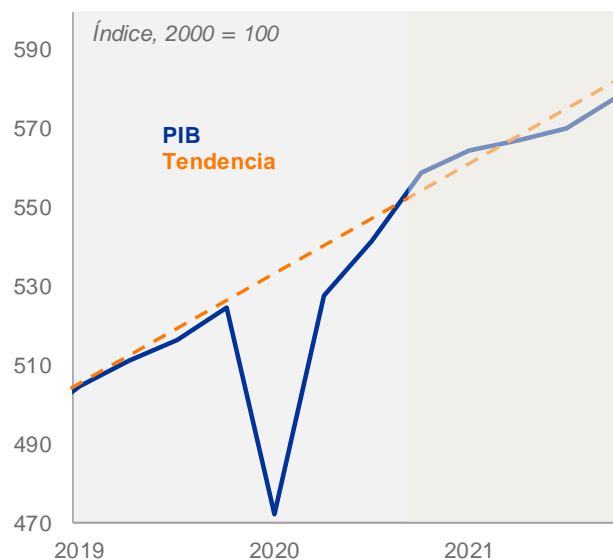
acuerdo comercial entre la Unión Europea y el Reino Unido reducirán la incertidumbre política en la región para fin de año, lo que también tendrá un impacto positivo sobre el crecimiento en 2021. Por último, continuarán las condiciones financieras de estímulo, ya que el BCE anunció un nuevo paquete de incentivo con 600 mil millones de euros adicionales en alivio cuantitativo (QE) y nuevas extensiones en sus operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO).

Mantuvimos nuestras proyecciones para el PIB este año en -7,4% y 5,0% para 2021. También esperamos que el tipo de cambio alcance 1,20 euros/dólar en 2020, apreciándose a 1,25 en 2021.

China: Marcada recuperación casi completa

La actividad económica repuntó en el cuarto trimestre en China. Las exportaciones y los PMI mejoraron aún más en noviembre e indican que la recuperación aún no ha perdido fuerza. Es probable que el crecimiento sea fuerte en los últimos meses del año, contribuyendo a un alza más fuerte de lo anticipado en 2021 (8,5%, frente a 7,5%). El mayor crecimiento y las consiguientes entradas de capital también reducen nuestra previsión para el yuan a 6,50 para fin de 2021 (6,60 anteriormente).

El PIB de China aumentará por encima de la tendencia en el 4T20



Fuente: NBS, Itaú

A medida que la economía china se acerca a una recuperación total, las autoridades se centrarán en planes de reducción de riesgos y de largo plazo. Con la pandemia completamente bajo control dentro de sus fronteras y un aumento del PIB del cuarto trimestre por encima de la tendencia previa al COVID-19, es probable

que la postura política del país a principios de 2021 cambie a una reducción de estímulos que eventualmente podrían generar riesgo financiero. Las comunicaciones oficiales también se centrarán en alcanzar las metas de más largo plazo presentadas por primera vez en el quinto pleno, como el logro de “un mejor crecimiento de calidad” mediante la diversificación y el impulso de la demanda interna y la innovación.

Mercados emergentes: las perspectivas económicas favorecen un dólar débil y amplias entradas de mercados emergentes

La recuperación mundial, el menor riesgo de las políticas de Estados Unidos y una Fed moderada favorecen un dólar débil. La ausencia de una prima de riesgo de la política de Trump favorece no sólo al renmibi, sino también a otras monedas de países desarrollados y mercados emergentes. El mayor crecimiento relativo entre Estados Unidos y el resto del mundo, que impulsó el ciclo más reciente de dólar fuerte, probablemente finalice en 2021. Por último, la Fed mantendrá un amplio estímulo monetario y flujo de liquidez. Este entorno apunta a un dólar más débil y una búsqueda de rendimiento, lo que podría impulsar las entradas de capital a mercados emergentes.

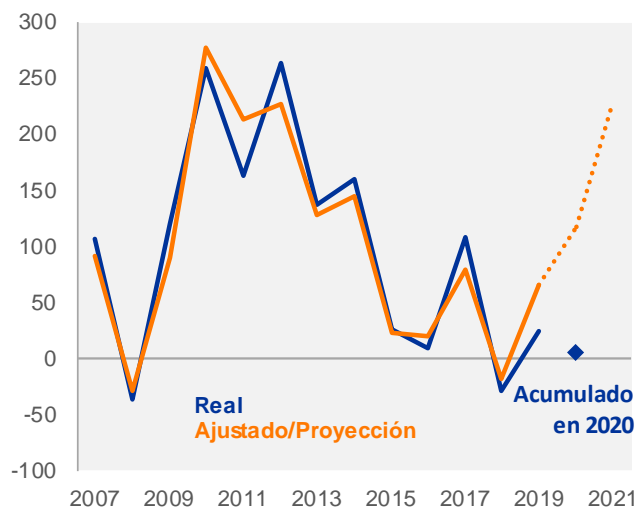
Las entradas de cartera a los mercados emergentes ya se reanudaron en noviembre y probablemente se mantengan sólidas en 2021 (ver gráfico). Consideramos que existen tres factores que respaldan los flujos a mercados emergentes a lo largo de 2021: i) un dólar débil y la amplia liquidez proporcionada por la Fed; ii) el creciente diferencial de crecimiento entre economías emergentes y desarrolladas; y iii) la menor preocupación por el riesgo de deuda, ya que los CDS de mercados emergentes siguen siendo más bajos que en 2009-10. Teniendo en cuenta estos factores, distintos apuntan a robustas entradas de capital en 2021.

América Latina: el impulso externo compensa la incertidumbre política doméstica

En América Latina, el impulso externo está apoyando los precios de los activos, compensando con creces la incertidumbre doméstica. Tras las elecciones estadounidenses y noticias alentadoras sobre las vacunas, en un escenario de política monetaria extremadamente flexible en el exterior, los precios de los activos en América Latina se están apreciando, a pesar de un escenario doméstico incierto. Como ejemplo, Perú emitió recientemente un bono centenario en dólares con un rendimiento de alrededor de 3,3% a pesar de un entorno político turbulento que

trajo aparejado dos rápidos cambios en el liderazgo del país (tres presidentes diferentes en menos de un mes). Una considerable reducción de los déficits de cuenta corriente (de hecho, se espera que algunos países de la región registren este año superávits de cuenta corriente) está ayudando a las economías a sacar provecho de un escenario externo más favorable.

El entorno externo impulsaría los flujos a mercados emergentes en 2021



Modelo: CDS, Fondos del Fed, diferencial de crecimiento ME/MD y flexibilización cuantitativa.

Fuente: IIF, Itaú

La actividad en la región se recuperó con fuerza en el tercer trimestre de este año, aunque el PIB todavía se encuentra muy por debajo de los niveles previos a la pandemia. A medida que el contagio del COVID-19 se acelera nuevamente en muchos países de América Latina, se están implementando nuevas medidas de distanciamiento social (aunque menos estrictas que en las primeras etapas de la pandemia), que frenarían la recuperación durante el último trimestre del año. Aún es probable que el crecimiento del PIB se encuentre por encima de la tendencia en 2021, beneficiado por el efecto de arrastre, los altos términos de intercambio y la política monetaria expansiva, factores que compensarán con creces el esperado arrastre fiscal.

Es probable que una amplia brecha negativa del producto y tipos de cambio más apreciados mantengan la inflación bajo control en 2021. Sin embargo, algunos países (como Brasil, Chile y Perú) han experimentado recientemente un repunte de la inflación, lo que refleja los altos precios de las materias primas, la depreciación anterior del tipo de cambio y las interrupciones del suministro de algunos productos

debido a la pandemia. Por otro lado, en México y Colombia, factores excepcionales (descuentos relacionados con el *Black Friday* en el primero y exenciones fiscales en el último) llevaron a los registros de inflación más recientes a niveles menores de lo esperado.

En este contexto, la política monetaria de la región seguirá siendo expansiva. En México, donde la tasa de política monetaria se ubica muy por encima del límite inferior de cero, pero la inflación sigue por encima de la meta, el Banco Central recientemente mantuvo la tasa de política monetaria sin cambios, pero indicó

claramente que la decisión es una pausa del ciclo de flexibilización, no el final. Dada la mejora en las condiciones financieras, una variable importante para el Banco Central de México y una brecha de producción negativa todavía amplia, esperamos una mayor flexibilización durante la primera mitad de 2021 (mediante tres recortes adicionales de la tasa de 25pb) y no se puede descartar un recorte ya este mes.

Proyecciones: Economía global

	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Economía mundial								
Crecimiento del PIB Mundial - %	3,5	3,3	3,7	3,7	3,0	-3,4	6,2	4,0
EUA - %	2,9	1,6	2,4	2,9	2,4	-3,6	4,0	3,0
Zona del Euro - %	1,9	1,8	2,7	1,9	1,3	-7,4	5,0	4,0
Japón - %	1,3	0,5	2,2	0,3	0,8	-4,0	2,2	0,5
China - %	7,0	6,8	6,9	6,6	6,1	2,1	8,5	5,0
Tasas de interés y monedas								
Fed fondos - %	0,3	0,7	1,4	2,4	1,6	0,1	0,1	0,1
USD/EUR - final del período	1,09	1,05	1,20	1,15	1,12	1,20	1,25	1,25
YEN/USD - final del período	120,4	117,0	112,7	109,7	108,6	103,8	102,0	102,0
Índice DXY (*)	98,6	102,2	92,1	96,2	96,4	91,4	88,8	88,8
Commodities								
Índice CRB - a/a - %	-15,1	12,0	1,5	-3,8	-4,5	11,2	-1,7	6,7
Índice CRB - var. media anual - %	-14,0	-1,3	6,9	-0,6	-6,0	-1,5	9,2	2,8
Índice de Commodities Itaú (ICI) - a/a - %	-28,4	27,5	3,5	-2,2	4,8	-2,8	-1,7	6,7
Índice de Commodities Itaú (ICI) - media anual - %	-32,7	-6,4	13,3	10,2	-4,0	-9,5	7,5	0,9
Metales - var. media anual - %	-29,7	-2,6	25,1	3,1	5,4	3,0	-2,0	-3,7
Energía - var. media anual - %	-44,7	-14,5	21,4	24,1	-11,2	-28,6	13,4	6,8
Agrícolas - var. media anual - %	-16,0	-0,4	-1,5	0,7	-2,1	3,1	11,1	-0,5

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

Colombia

Con un poco de ayuda del FMI

- ▶ Dados los estragos económicos que la pandemia está causando y la presión por el aumento del gasto, las cuentas fiscales se deterioraron y llevaron a Colombia a ser la primera economía en el mundo en acceder a la línea de crédito flexible (LCF) del FMI.
- ▶ La precaria situación fiscal llevó a las tres principales agencias de calificación a mantener una perspectiva negativa para la calificación soberana del país. También señalaron que la clave para mantener una calificación de grado de inversión estaría en avanzar en una reforma fiscal estructural, aunque impopular, durante 2021.
- ▶ Las sorpresas consecutivas para la inflación nos llevaron a revisar nuestra proyección a 1,5% para este año (desde 2%, anteriormente). Sin embargo, la evolución de los subsidios y otras medidas de apoyo significa que la inflación sigue en camino de convergir a la meta en 2021.
- ▶ Debido al cambio de mandato en el Banco de la República y la voluntad de evaluar cómo responde la economía a la flexibilización anterior, creemos que concluyó el ciclo de recortes de la tasa. Esperamos una tasa estable de 1,75% durante la mayor parte de 2021, que alcanzaría 3,5% en 2022 a medida que avanza el proceso de normalización.

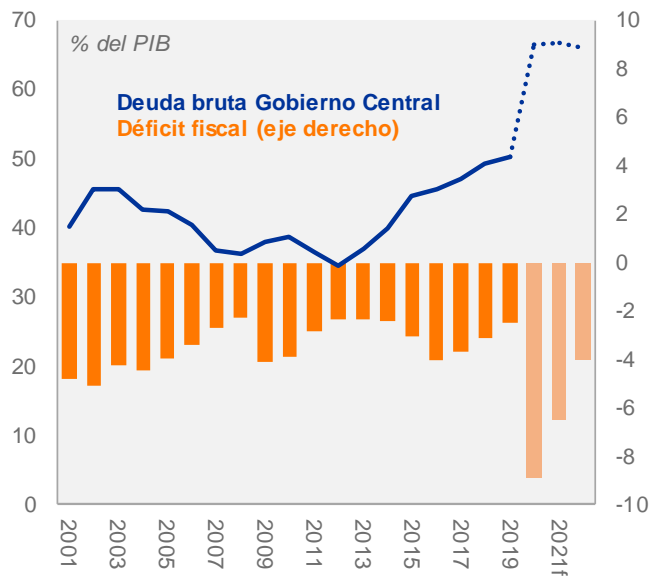
La crisis generada por la pandemia culmina con el uso de la LCF

El gobierno colombiano extendió el estado de emergencia por tres meses hasta febrero. El Presidente Duque destacó que la medida se tomó para evitar un posible segundo brote del virus. En septiembre, el país pasó de las cuarentenas obligatorias al rastreo de casos individuales y medidas selectivas, con el objetivo de recuperar la actividad económica. De hecho, según el centro de estudios Fedesarrollo, el 87,9% de las empresas industriales indicó que la actividad empresarial está funcionando normalmente, muy por encima del mínimo de 31,3% registrado en abril y mejorando desde el 84,5% en septiembre.

Dadas las prometedoras noticias sobre la vacuna, la administración comenzó a trazar un plan de vacunación para 2021. El Ministerio de Salud señala que el país firmó acuerdos para adquirir vacunas contra el coronavirus con varias empresas líderes en el sector. El plan de vacunación abarcaría inicialmente a los profesionales de la salud, a las personas mayores de 60 años y a la población con comorbilidades. El Ministerio señaló que espera administrar las primeras vacunas en el primer semestre de 2021, mientras que los grupos de personas con menos probabilidades de desarrollar síntomas potencialmente mortales tendrían acceso a la vacuna en 2022.

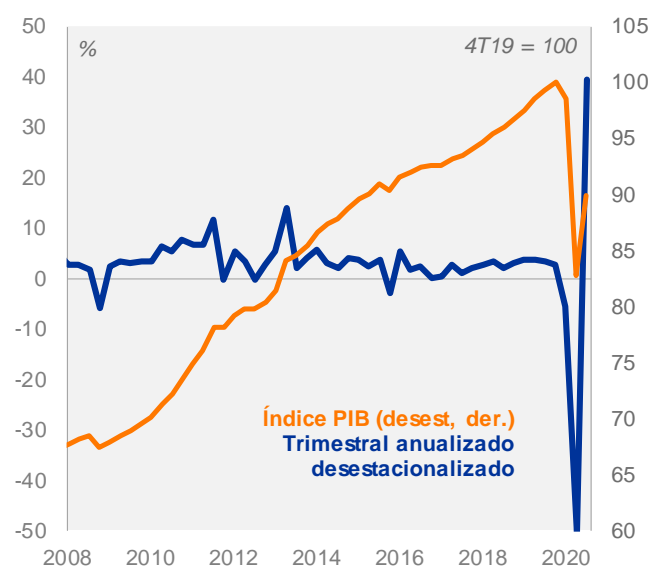
Mientras la pandemia causaba estragos en la actividad económica y presionaba por un aumento del gasto, las cuentas fiscales se deterioraron. El Ministerio de Hacienda redujo su proyección de actividad económica a una contracción de 6,8% este año (desde -5,5% anteriormente), y una expansión de 5% en 2021 (desde 6,6% anteriormente). Como resultado, la proyección de déficit fiscal para 2020 aumentó 0,7 p.p. a 8,9% del PIB y 2,5 p.p. a 7,6% el próximo año. Para el financiamiento, el gobierno optó por obtener 5,4 mil millones de dólares de la línea de crédito flexible del FMI. Las autoridades utilizarán la línea para ayudar a cumplir mayores necesidades de financiación, manteniendo al mismo tiempo robustos amortiguadores externos (con la compra del Banco Central de 1,5 mil millones de dólares al Tesoro) en un contexto de mayor incertidumbre mundial. Con la reanudación de la regla fiscal en 2022, volver a déficits fiscales por debajo de 3% pone de relieve la clara necesidad de una reforma fiscal.

Cuentas fiscales al límite



Fuente: Ministerio de Hacienda

Largo camino de recuperación por delante



Fuente: DANE, Itaú

Recuperación gradual de la actividad iniciada en el 3T20

El PIB se contrajo 9,0% interanual en el tercer trimestre del año, debido a la parcial recuperación en medio de una paulatina reapertura de la economía. La disminución fue más leve que la contracción histórica de 15,8% en el 2T20. Los doce principales sectores productivos se recuperaron desde el 2T20, liderados por manufactura (+23,4%), por lo que el PIB subió 8,7% secuencialmente, compensando parcialmente la caída de 16,1% en el 2T20. El nivel del PIB se mantiene 10% por debajo del de principio de año.

La recuperación gradual de la actividad está viéndose impulsada por la inversión y el consumo, mientras que las exportaciones siguen siendo un obstáculo importante. La inversión fija bruta se contrajo 19,5% interanual, una mejora desde la caída de 33,5% en el 2T20. Además, el consumo privado cayó 8,9%, recuperándose en parte de la caída anterior de 15,9%, en línea con una gradual recuperación de la percepción del consumidor, el aumento del empleo y la consolidación de las medidas de apoyo. Mientras tanto, las exportaciones descendieron 24,1%, básicamente similar al trimestre anterior, ya que las exportaciones de materias primas siguen siendo un obstáculo importante, en un escenario de débil demanda mundial.

Se registró un déficit de cuenta corriente de 1,8 mil millones de dólares en el 3T20, inferior a los 4,2 mil millones de dólares registrados un año antes, a medida que avanza gradualmente el desequilibrio externo, aunque la balanza de pagos de Colombia sigue siendo más vulnerable que la de sus pares. La caída de las exportaciones (arrastrada por las materias primas) se vio más que compensada por el debilitamiento de la demanda interna y la reducción de las ganancias de inversión extranjera directa en Colombia. Como resultado, el déficit de cuenta corriente acumulado de cuarto trimestres se redujo a 3,4% del PIB, desde 4,1% en el 2T20 y 4,3% en 2019. En el margen, nuestra propia desestacionalización muestra un déficit de 2,3% del PIB en el 3T20, desde 2,6% en el 2T20. La inversión extranjera directa en Colombia cayó a 600 millones de dólares, 2,7 mil millones de dólares menos que en el 3T19. La inversión directa neta abarca tres cuartas partes del déficit (4/5 en 2019). Mientras tanto, las entradas netas de portafolio se sitúan en 1,5 mil millones de dólares en los últimos cuatro trimestres (en comparación con una moderada salida en 2019), vinculada a un aumento de la deuda pública externa.

En noviembre, la inflación sorprendió a la baja una vez más. La inflación anual cayó a un mínimo histórico de 1,49%, desde 1,75% en octubre, arrastrada por los precios de la energía. La inflación subyacente (excluidos los precios de los alimentos y la energía) también se moderó, a 1,49%, desde 1,85%, con caídas de bienes semi duraderos y una desaceleración de bienes y servicios. Mientras tanto, las expectativas de

inflación a corto plazo continuaron bajando, y las perspectivas a mediano plazo se mantuvieron básicamente ancladas, lo que indica una desaceleración, que se percibe como un fenómeno transitorio (debido a las exenciones fiscales).

La junta directiva del Banco de la República optó por unanimidad, por segundo mes consecutivo, mantener la tasa de política sin cambios en 1,75% en la reunión de noviembre. Todo el mercado esperaba dicha decisión. Si bien el comunicado que anunció la decisión no brindó mucha información, la conferencia de prensa del presidente transmitió un tono neutral, en línea con un período prolongado de estabilidad de la tasa dada la ausencia de fuertes desviaciones con respecto a la senda de recuperación esperada. El gerente Echavarría señaló que los datos del PIB del 3T20 confirmaron la expectativa del personal técnico de una caída de 7,6% este año. Para 2021, el personal sigue previendo un crecimiento de la actividad de 4,6%. La dinámica crediticia y las tasas de interés del mercado están respondiendo al ciclo de flexibilización, una evolución que respaldaría la recuperación. Sin embargo, el directorio continúa preocupado por los desafíos estructurales en el mercado laboral. Por otro lado, las expectativas mostraron un buen desempeño.

En la reunión, la junta también confirmó la meta de inflación en 3,0%, con un rango de tolerancia entre 2% y 4% alrededor de la meta. Por otro lado, el directorio eligió al actual representante de Colombia ante el FMI como nuevo presidente del Banco de la República para reemplazar al saliente gerente Echavarría al final de su mandato el 3 de enero de 2021. Villar es considerado un economista altamente técnico, con amplia experiencia en políticas públicas e investigación, incluido el Banco de la República en la década de 2000, cuando ayudó a supervisar la adopción del esquema de metas de inflación. Esto, junto con la anunciada salida del codirector Galindo y el final del mandato de Ana Fernanda Manguashca apuntan a un cambio significativo en la composición de la junta el próximo año.

La estabilidad de la calificación depende de la reforma fiscal

Moody's confirmó la calificación crediticia soberana de Colombia en Baa2, dos niveles por encima de "inversión especulativa", aunque revisó su perspectiva a negativa. El cambio de perspectiva refleja los riesgos que pueden tener los efectos

económicos y fiscales del choque del coronavirus sobre la fortaleza fiscal de Colombia y su perfil crediticio general. Tras un fuerte deterioro de las métricas de deuda en 2020, Moody's espera que el ajuste fiscal comience a principios de 2022, con resultados supeditados a una reforma fiscal que se debatirá en 2021 (para aumentar los ingresos un 2,0% del PIB en 2022-2024). Ante la falta de una importante consolidación fiscal, es poco probable que las métricas de deuda pública mejoren considerablemente a mediano plazo, lo que trae aparejado un perfil fiscal más débil que el de los pares con calificación Baa2. Fitch y S&P califican a Colombia un nivel más bajo, en BBB-, mientras que ambos sostienen una perspectiva negativa (con el riesgo de perder el estatus de grado de inversión).

En un precario escenario fiscal, el ministro de Hacienda Alberto Carrasquilla indicó que se espera un debate sobre la reforma fiscal el próximo año. El presidente Iván Duque se alejó de la discusión de una posible reforma fiscal durante el período de pandemia, aunque el gobierno nombró un comité de expertos para revisar las actuales exenciones fiscales. Si bien es probable que los cambios estructurales eviten la pérdida del grado de inversión del país, el aumento de las presiones sociales después de la pandemia, el bajo capital político y la cercanía de las elecciones presidenciales y legislativas en 2022 significan que el apoyo del Congreso a las medidas fiscales impopulares (tales como aumentos del IVA y del impuesto sobre bienes personales) probablemente será un desafío.

Estabilidad de la tasa con un enfoque de espera

La actividad durante el 3T se encuentra en línea con nuestra expectativa de una contracción del PIB de 7% este año. Dada la consolidación de la reapertura de la economía durante el 4T20, señales de recuperación del empleo y el estímulo sostenido de la política monetaria, es probable que la actividad continúe recuperándose a futuro. Esperamos un crecimiento de 2021 de 5%, revisado al alza desde 4,7%, dado un efecto de arrastre más favorable.

Las sorpresas de inflación a la baja consecutivas nos llevaron a revisar nuestra previsión de fin de año 0,5 p.p., a 1,5%. La recuperación de la demanda interna y la eliminación de los subsidios y otras medidas de apoyo favorecerían la convergencia a la meta de 3% el próximo año.

Continuamos esperando un déficit de cuenta corriente de 3,2% del PIB en 2020, una reducción gradual desde el 4,3% del año pasado. A pesar de la baja demanda interna, los débiles términos de intercambio significan que la corrección del déficit comercial de Colombia es lenta, aunque la reducción del déficit de ingresos está apoyando una moderación de los desequilibrios externos. Se espera cierto incremento el próximo año, a 3,6%, a medida que la actividad interna se recupere y se reanude la rentabilidad de la inversión extranjera directa. El benigno escenario mundial y las entradas de fondos de la LCF apoyaron un fortalecimiento del peso. A futuro, el aumento de los precios del petróleo contrarrestaría cierta preocupación con respecto a las cuentas fiscales y las calificaciones, por lo que prevemos que el peso cierre 2021 en 3.560 (3.650 anteriormente).

Dado el inminente cambio de mandato en el Banco de la República y la aparente voluntad de la junta de evaluar cómo responde la economía a la flexibilización anterior, creemos que el ciclo de recortes de la tasa llegó a su fin. Esperamos una tasa estable, en 1,75% durante la mayor parte de 2021. Al cierre de 2022, prevemos que la tasa se normalizaría a 3,5%.

João Pedro Bumachar
Carolina Monzón
Miguel Ricaurte

Proyecciones: Colombia

	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Actividad económica								
Crecimiento real del PIB - %	3,0	2,1	1,4	2,5	3,3	-7,0	5,0	3,1
PIB nominal - USD mil millones	294	282	311	333	324	274	307	327
Población (millones de habitantes)	48,2	48,7	49,3	49,8	50,4	50,9	51,4	51,8
PIB per cápita - USD	6.098	5.791	6.308	6.692	6.421	5.376	5.982	6.297
Tasa de desempleo - media anual	8,9	9,2	9,4	9,7	10,5	16,5	14,0	11,0
Inflación								
IPC - %	6,8	5,8	4,1	3,2	3,8	1,5	3,0	3,0
Tasa de interés								
Tasa de referencia - final del año - %	5,75	7,50	4,75	4,25	4,25	1,75	2,00	3,50
Balanza de pagos								
COP/USD - final del período	3.175	3002	2.932	3.254	3.287	3.470	3.560	3.560
Balanza comercial - USD mil millones	-15,6	-11,1	-6,1	-7,1	-10,8	-6,5	-7,5	-8,0
Cuenta corriente - % PIB	-6,3	-4,3	-3,3	-3,9	-4,3	-3,2	-3,6	-3,8
Inversión extranjera directa - % PIB	4,0	4,9	4,4	3,5	4,5	2,7	3,7	4,3
Reservas internacionales - USD mil millones	46,7	46,7	47,6	48,4	53,2	60,0	61,5	61,5
Finanzas públicas								
Resultado nominal del gob. central - % del PIB	-3,0	-4,0	-3,6	-3,1	-2,5	-8,9	-6,5	-4,0
Deuda pública bruta del gob. central - % del PIB	44,6	45,6	46,4	49,4	50,2	66,5	66,7	66,1

Fuente: FMI, Bloomberg, Dane, Banrep, Haver e 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.itaubr.com.br/atenda-itaubr/para-voce/>. Si no está satisfecho con la solución propuesta, comuníquese con el Defensor del Pueblo Corporativo de Itaú: 0800 570 0011 (de lunes a viernes de 9.00 a 18.00 hs.) o a nuestro correo postal a 67.600, São Paulo-SP, CEP 03162-971. Deficientes auditivos, todos los días, las 24h, al 0800 722 1722.

Información relevante para Colombia

La información contenida en este informe fue producida por Itaú 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.