

Escenario macro - Colombia



Escenario Macro | 14 de abril de 2021

Economía global

EE.UU. avanza, la UE resiliente y ME en dificultades 2

La marcada recuperación del empleo en EE.UU. generaría presión salarial en 2022 y el paquete de infraestructura impulsará el crecimiento en los próximos años. Pese a la nueva ola del virus en Europa, el crecimiento se mantiene resiliente y las tasas de vacunación se equipararían en el 2T21. Los altos precios de las materias primas se mantendrían a medida que China retira lentamente el estímulo.

Colombia

Hora de hablar de impuestos 9

El gobierno está preparando una reforma fiscal para recaudar 2,6% del PIB, con el objetivo de destinar unos 1,4% a la consolidación fiscal con el objetivo de preservar su calificación crediticia de grado de inversión. Sin embargo, es probable que se apruebe una versión diluida del proyecto de ley.

Revisión de Escenario

Mundo

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB* - %	6,3	6,3	4,4	4,3

Brasil

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,8	3,8	1,8	1,8
BRL / USD (dic)	5,30	5,30	5,50	5,50
Tasas de interés (dic) - %	5,50	5,50	5,50	5,50
IPCA (%)	4,7	4,7	3,6	3,6

Argentina

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	6,0	6,0	2,5	2,5
ARS / USD (dic)	116,00	125,00	159,00	172,00
BADLAR (dic) - %	34,00	34,00	24,00	24,00
Tasa de referencia - %	38,0	38,0	30,0	30,0
IPC - %	47,0	50,0	40,0	40,0

Colombia

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	5,0	5,0	3,5	3,5
COP / USD (dic)	3600	3450	3700	3550
Tasas de interés (dic) - %	1,75	1,75	3,50	3,50
IPC - %	2,8	2,8	3,0	3,0

Paraguay

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,5	4,0	4,0	4,0
PYG / USD (dic)	6700	7000	6900	7150
Tasas de interés (dic) - %	1,50	2,00	3,50	4,00
IPC - %	3,0	3,0	4,0	4,0

América Latina y el Caribe

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

México

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	6,0	6,0	3,4	3,0
MXN / USD (dic)	19,00	19,00	19,50	19,50
Tasas de interés (dic) - %	4,00	3,75	4,00	3,75
IPC - %	3,9	3,7	3,4	3,4

Chile

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	6,5	6,5	3,2	3,2
CLP / USD (dic)	730	730	730	730
Tasas de interés (dic) - %	0,75	0,50	1,75	1,50
IPC - %	3,0	3,0	3,0	3,0

Perú

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	10,7	10,7	4,5	4,5
PEN / USD (dic)	3,60	3,60	3,60	3,60
Tasas de interés (dic) - %	0,25	0,25	1,00	1,00
IPC - %	2,5	2,5	2,3	2,3

Uruguay

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,0	3,0	2,5	2,5
UGY / USD (dic)	44,50	44,50	46,25	46,25
Tasas de interés (dic) - %	5,50	5,50	6,00	6,00
IPC - %	7,0	7,0	6,0	6,0

Economía global

EE.UU. avanza, la UE resiliente y ME en dificultades

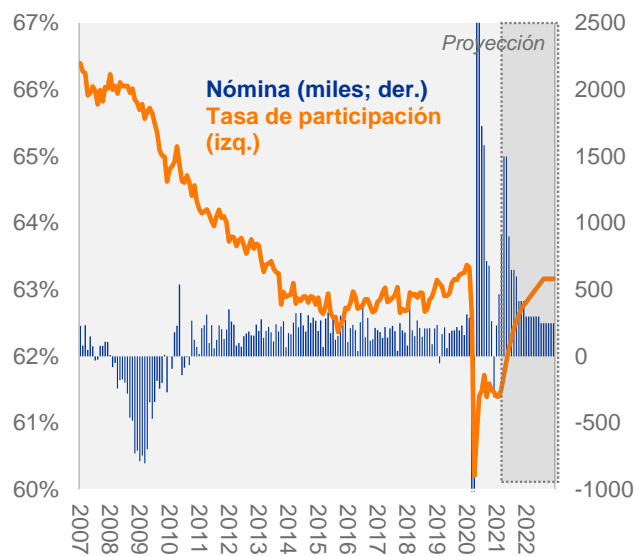
- ▶ Estados Unidos: Es probable que la marcada recuperación del empleo genere presión salarial en 2022; un nuevo paquete de infraestructura generará un mayor crecimiento en los próximos años (revisamos el PIB de 2022 a 4,7% desde 4,2%).
- ▶ Europa: La nueva ola de virus retrasa la recuperación, aunque el crecimiento se mantiene resiliente y es probable que las tasas de vacunación se equiparen en el 2T21. Esperamos que el euro repunte a 1,20 euros/dólar a medida que la economía se reabra.
- ▶ Manufactura Global: Es probable que se mantengan los altos precios de las materias primas a medida que China retira lentamente el estímulo y la recuperación de los desarrollados gana impulso.
- ▶ América Latina: Menos espacio para la política monetaria, a pesar de las nuevas cuarentenas.

Estados Unidos – La marcada recuperación del empleo causaría presión salarial en 2022; el nuevo paquete de infraestructura podría generar un mayor crecimiento en los próximos años

La reapertura económica se consolida con los avances en vacunación. El acelerado ritmo de vacunación (a la fecha, más del 36% de la población de Estados Unidos recibió al menos la primera dosis) está permitiendo una amplia reapertura en todos los estados del país, con una creciente movilidad y mejora de los datos de actividad de alta frecuencia. Después de una cierta debilidad temporal en febrero debido al mal clima invernal, los datos de confianza de marzo se mantuvieron muy sólidos con un crecimiento del PIB de 6,0% trimestral anualizado desestacionalizado en el 1T21.

La normalización está generando una rápida recuperación del empleo, y se prevé que las nóminas de empleo privado crezcan en 1,5 millones en abril y mayo. El crecimiento del empleo asalariado no agrícola se aceleró a 916 mil en marzo, aunque se mantiene 8,4 millones por debajo de su nivel previo a la crisis y 6,6 millones por debajo del nivel previo a la crisis en los sectores más sensibles a los aislamientos. Proyectamos que la reapertura económica en curso generará una mayor aceleración del crecimiento de las nóminas de empleo privado, a 1,5 millones de empleados tanto en abril como en mayo, 900 mil en junio y promedie 650 mil en el 3T21 y 400 mil en el 4T21. También esperamos que la tasa de participación se normalice durante el transcurso de este año y el próximo (ver gráfico).

Las nóminas repuntarían en el 2T21, normalización de la tasa de participación

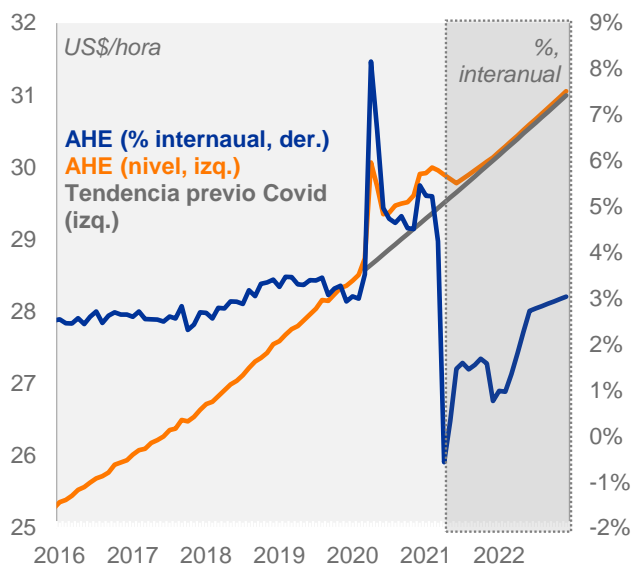


Fuente: BLS

El crecimiento salarial promedio se desacelerará debido a los efectos de la composición, pero el desempleo por debajo del 4,0% podría generar presión salarial en 2022. Es poco probable que un significativo crecimiento del empleo aumente la presión salarial a corto plazo porque aún hay una gran cantidad de trabajadores que perdieron sus puestos de trabajo durante la crisis. De hecho, es probable que los efectos de la composición reduzcan los ingresos promedio por hora (AHE, por sus siglas en inglés) a la línea de tendencia anterior al virus en junio (ver gráfico). Más adelante, proyectamos que la tasa de desempleo alcanzará el 4,2% para fin de 2021 y 3,5% para fin de 2022, ambos por debajo de los niveles implícitos en la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación. Es probable que esto se traduzca en una

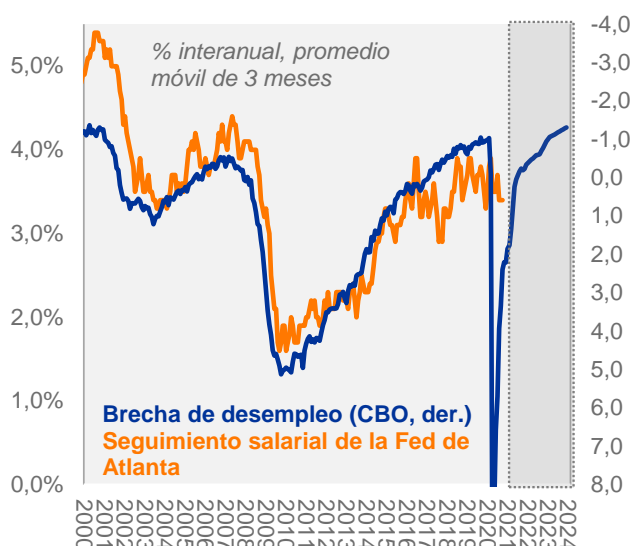
aceleración de los salarios el próximo año (según la medición del índice de seguimiento salarial del FED de Atlanta; ver gráfico).

Rápido retorno de los ingresos promedio por hora a la tendencia previa al virus



Fuente: BLS

La caída de la tasa de desempleo impulsaría los salarios



Fuente: CBO, Fed de Atlanta

El paquete de infraestructura de Biden superaría los 3-4 billones de dólares en gastos en ocho años, compensado por aumentos de impuestos durante 15 años. El gobierno de Estados Unidos propuso 2,25 billones en gastos de infraestructura durante ocho años, que se compensarán con 2 billones en aumentos de impuestos durante 15 años,

principalmente centrados en los corporativos. Es probable que un segundo paquete dirigido a los hogares, que se espera se presente este mes, elevaría el gasto total proyectado a 3-4 billones de dólares durante ocho años, compensado por un aumento de impuestos aproximadamente equivalente de 3-4 billones durante 15 años (ver las tablas al final del texto).

Impacto del estímulo fiscal de +0,7pp. a +0,8pp. del PIB por año, aunque menor (+0,5pp.) en 2022 y mayor posteriormente. Esperamos que se apruebe un paquete final para el 3T21, a través del proceso de conciliación presupuestaria del Congreso, con aproximadamente 3,5 billones de dólares en gastos que se compensarían con alrededor de 1,5 billones de dólares en aumentos de impuestos durante ocho años (2,8 billones de dólares durante 15 años). Suponiendo que los demócratas moderados limitan con éxito algunos de los aumentos de impuestos, proyectamos un alza del impuesto sobre sociedades a 25%, en lugar del 28% propuesto, desde el 21% actual. Estimamos un impacto anual de +0,7pp. a +0,8pp. por año en el PIB durante este período. Sin embargo, históricamente, el efecto de estímulo de los paquetes de infraestructura comienza siendo leve y aumenta con el tiempo, alcanzando su punto máximo en cinco a seis años. Por lo tanto, estamos estimando un impacto de +0,5pp. en el crecimiento de 2022.

% PIB anual	Gasto (\$bn, 8 años)			
	2,0	3,0	4,0	
Alzas de impuestos (\$bn, 8 años)	1,0 1,5 2,0	0,4% 0,2% 0,1%	0,8% 0,6% 0,4%	1,2% 1,0% 0,8%

Multiplicador de gastos: 0,65, multiplicador de impuestos 0,6

Nuestras estimaciones del PIB de Estados Unidos para este año se mantienen en 6,7%, mientras que para 2022 las revisamos al alza a 4,7% desde 4,2%.

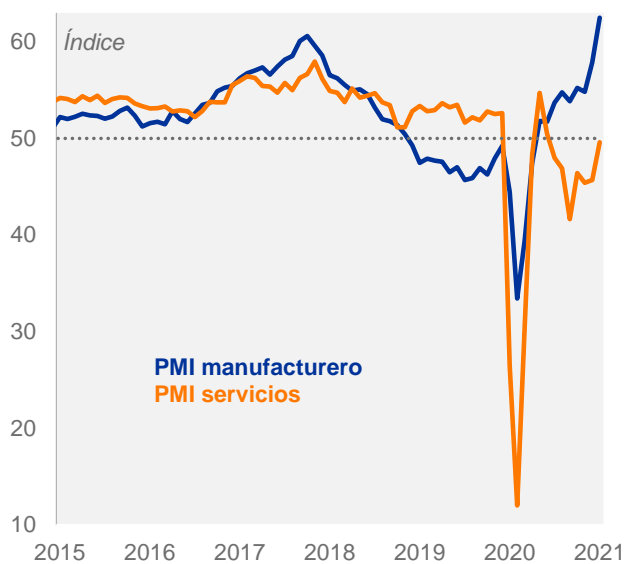
Europa: la nueva ola del virus retrasa la recuperación, aunque el crecimiento se mantiene resiliente y la vacunación se equipararía en el 2T21; esperamos que el tipo de cambio vuelva a 1,20 euros/dólar a medida que las economías se reabren

Una nueva ola del Covid estalló en la Zona Euro en marzo, lo que provocó nuevas restricciones. Alemania, Francia e Italia experimentaron un aumento en los casos, lo que llevó a que se volvieran a imponer

duras restricciones a la movilidad y al contacto social. Sin embargo, la campaña de vacunación continúa avanzando y probablemente se acelerará en las próximas semanas a medida que aumenten las entregas de dosis.

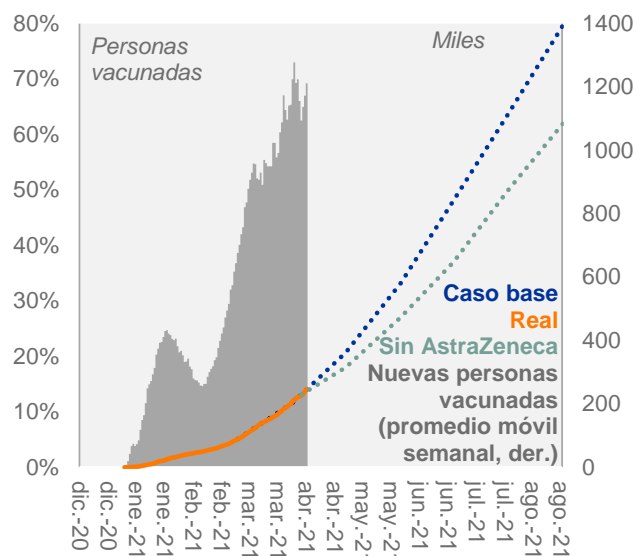
La actividad económica parece más resiliente a las restricciones actuales. Los indicadores de confianza de marzo mostraron una mejora tanto para las empresas como para los consumidores (ver gráfico a continuación), lo que indica una fortaleza subyacente en las economías de la Zona Euro, que a su vez sugiere que la pandemia es el principal obstáculo para la actividad económica.

Actividad resiliente en la Zona Euro en marzo



Es probable que el despliegue de vacunación continúe avanzando en el 2T21 y alcance el objetivo de la UE para el verano, a pesar de las noticias negativas sobre la vacuna de AstraZeneca. Las nuevas preocupaciones sobre una relación entre la vacuna de AstraZeneca y casos de coágulos de sangre provocaron preocupaciones sobre la suspensión de la aprobación de la vacuna (aunque solo sea para ciertos grupos etarios). Teniendo en cuenta el creciente suministro de vacunas de otros fabricantes, una suspensión más amplia de la de AstraZeneca para todos los grupos etarios podría retrasar el cumplimiento del objetivo de vacunación de la UE (70% de la población adulta) aproximadamente un mes (ver gráfico a continuación), aunque es poco probable que descarrile toda la campaña de vacunación.

La suspensión de la vacuna de AstraZeneca podría retrasar la vacunación de la UE



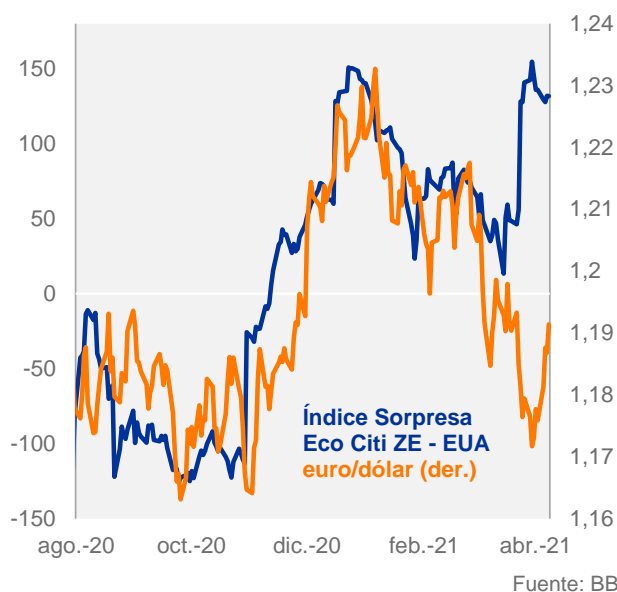
Fuente: Our World in Data

Por lo tanto, a medida que avanza el despliegue de la vacunación en un escenario con una economía más resiliente, esperamos que la reapertura y el repunte se den a partir de fines del 2T21 en adelante. Las cifras del primer trimestre aún se verán afectadas por los aislamientos (proyectamos una caída de 0,8%), aunque esperamos que el crecimiento repunte en los próximos trimestres, a 1,6% en el 2T21, 3,0% en el 3T21 y 1,2% en el 4T21.

Mantuvimos nuestras proyecciones de PIB para la Zona Euro en 4,5% para 2021 y 4,2% para 2022.

También esperamos que la campaña de vacunación y la reapertura segura de la zona del euro impulsen el tipo de cambio a 1,20 euros/dólar. El euro estuvo rondando 1,18 euros/dólar a pesar de las recientes sorpresas positivas con respecto a la actividad (ver gráfico a continuación). Esto sugiere que persiste la incertidumbre sobre el programa de vacunación y que la aceleración del programa en los próximos meses podría llevar la moneda hasta 1,20 euros/dólar.

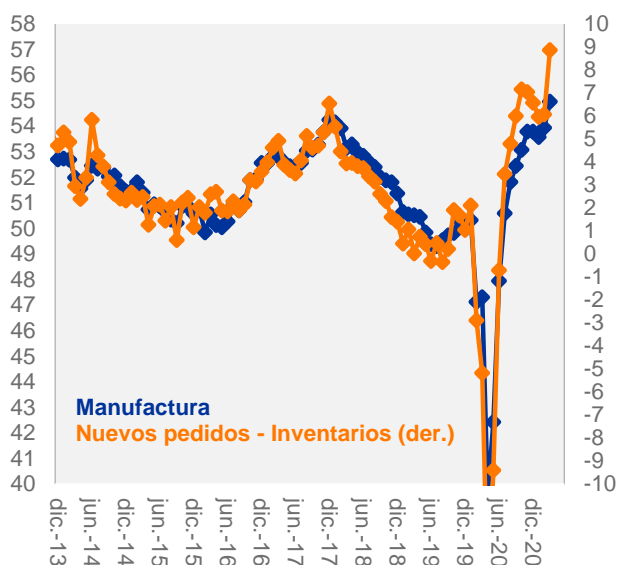
Las restricciones por el virus frenan al euro



Manufactura global: los precios de las materias primas se mantendrán a medida que la recuperación de los MD cobra impulso y China retira lentamente medidas de estímulo

La manufactura mundial continuará a buen ritmo a medida que las economías se reabren. La confianza mundial en la manufactura (PMI) alcanzó 58,3 en marzo, el nivel más alto desde 2004. La sólida relación entre los nuevos pedidos y los inventarios sugiere una perspectiva sólida (ver gráfico). Una reapertura total de las economías apoyará la demanda y aliviará las limitaciones que aún existen sobre la oferta.

La manufactura mantendría un buen ritmo



China está retirando gradualmente el estímulo, pero es probable que su economía continúe creciendo a buen ritmo en el 2T21, lo que también respalda la manufactura mundial. La confianza en la industria manufacturera y el sector de servicios/construcción se recuperó en marzo, impulsada por la normalización tras las restricciones relacionadas con el virus en enero y febrero. Las exportaciones se mantuvieron sólidas debido a las perspectivas mundiales. Es probable que la construcción de viviendas pierda fuerza con el reciente ajuste a la política económica, aunque creemos que esto ocurrirá principalmente en el 2S21, ya que la construcción aún está rezagada en ventas.

Con un buen crecimiento mundial, es probable que los precios de las materias primas se mantengan, aunque esperamos cierta debilidad en los precios del mineral de hierro en el 2S21.

Proyectamos que el mineral de hierro se encontrará en 120 dólares/ton para fin de año (actualmente: 162 dólares/ton) por la desaceleración del crecimiento de la vivienda en China y las mejoras en la oferta. Para el cobre, prevemos que el precio para fin de año se encontrará en 8.150 dólares/ton (actualmente: 8.780 dólares/t) en 2021 y 8.200 dólares/ton en 2022. Esperamos que continúe la contracción del mercado este año, la demanda liderada por China superará la normalización de la oferta; es probable que recién observemos una gradual flexibilización en 2022, lo que generaría que los precios retrocedan con respecto a los máximos recientes. Sin embargo, prevemos que seguirían siendo elevados, dada la sólida actividad industrial en nuestro horizonte de previsión.

Los precios del petróleo se mantienen sensibles a las restricciones de suministro de la OPEP y los problemas de demanda a corto plazo relacionadas con las restricciones a la movilidad debido al coronavirus. El mercado del petróleo se encuentra en una trayectoria más rápida hacia una reducción de inventarios y anticipamos un gran repunte en la demanda después de que la mayor parte del mundo desarrollado esté vacunado. La OPEP+ anunció un plan gradual para frenar los recortes de producción en los próximos tres meses (+350 bpd en mayo y junio y +450 bpd en julio) y seguimos previendo que la OPEP+ normalizaría gradualmente su producción durante el próximo año más o menos. Prevemos que el Brent cotizaría a 65 dólares/barril en 2021 y 70 dólares/barril en 2022.

América Latina: Menos espacio para la política monetaria, a pesar de los nuevos aislamientos

Todavía esperamos un crecimiento por encima de la tendencia en la región durante 2021, impulsado por un fuerte arrastre, mejores términos de intercambio, un sólido crecimiento de Estados Unidos, una política monetaria expansiva y una reapertura económica a medida que avanzan los programas de vacunación. El riesgo clave sigue siendo los brotes del COVID-19, ya que los casos están aumentando en muchos países de la región, lo que obliga a imponer nuevos aislamientos, mientras que la vacunación ha sido lenta en casi todas partes (Chile está bastante avanzado en el proceso de vacunación, pero el virus aún se está propagando rápidamente, lo que lleva a fuertes restricciones a la movilidad).

Además de su efecto sobre la actividad económica, la pandemia en curso podría debilitar aún más los fundamentos fiscales. En Brasil, se corre el riesgo de desencadenar un gasto aún mayor por encima del límite, que resultó un pilar para la sostenibilidad de las finanzas públicas. En Colombia, el gobierno intentará contrarrestar el efecto negativo de la pandemia en las cuentas fiscales a través de una reforma tributaria, que probablemente enfrente obstáculos en el Congreso. En Chile, donde la deuda pública aún es baja, se redujo recientemente la calificación soberana, lo que refleja el deterioro de las finanzas públicas (aunque las presiones fiscales no se deben únicamente a la crisis sanitaria).

Los fundamentos fiscales más débiles y el mayor rendimiento de los bonos del Tesoro (una combinación que surge en gran parte de la disparidad entre los ritmos de vacunación de Estados Unidos y Latinoamérica) podrían desalentar las entradas de capital a la región,

debilitando las monedas. Sin embargo, dado que nuestro escenario de referencia incluye la reapertura económica en la región que avanzará a fines de este año y la estabilización del rendimiento de los bonos del Tesoro, probablemente se avecina un mejor entorno para las monedas de la región, lo que respalda nuestra expectativa de apreciación tanto del real brasileño (a 5,30 reales/dólar para fin de año) como del peso mexicano (a 19 pesos/dólar) con respecto a los niveles actuales.

En cualquier caso, la política monetaria en la región enfrenta más restricciones. Dados los crecientes riesgos fiscales en Brasil y el alto nivel de inflación, el Banco Central inició un ciclo de alzas con un movimiento de la tasa Selic de 75pb (esperamos que la tasa de política monetaria cierre este año en 5,5%, frente al 2,75% actual). Las adversas condiciones financieras llevaron al directorio del Banco Central de México, que había reanudado el ciclo de flexibilización con un recorte de la tasa de 25pb en febrero, a votar por unanimidad mantener la tasa sin cambios en marzo. Mientras tanto, en Colombia, el directorio del banco central votó por unanimidad mantener la tasa de política monetaria sin cambios en 1,75% en su decisión más reciente (hasta hace poco, dos miembros del directorio abogaban por recortes adicionales de la tasa), señalando un escenario de aumento de la deuda pública con una mayor contracción de las condiciones financieras en el exterior. Por último, en Chile, el Banco Central señaló que está dispuesto a comenzar a normalizar la política monetaria a fines de este año, aunque los aumentos de la tasa probablemente se producirían por argumentos más favorables (una reducción más rápida de lo esperado de la brecha del producto en un momento en que la tasa de política monetaria se encuentra muy por debajo de los niveles neutrales).

Tabla 1

Paquete <i>American Jobs plan</i>	Gasto (\$miles mill.) en 8 años	% PIB		Multiplicador fiscal
		Total	Anual	
Total	3790	17,6%	2,2%	0,65
Paquete de infraestructura	2290	10,7%	1,3%	
Transporte	621	2,9%	0,4%	1
Carreteras y puentes	135	0,6%	0,1%	
Transporte público	85	0,4%	0,0%	
Servicio ferroviario	80	0,4%	0,0%	
Vehículos eléctricos	174	0,8%	0,1%	
Puertos, aeropuertos	42	0,2%	0,0%	
Resiliencia/repificaciones	50	0,2%	0,0%	
Otros	55	0,3%	0,0%	
Vivienda y servicios públicos	689	3,2%	0,4%	0,8
Agua potable	111	0,5%	0,1%	
Digital	100	0,5%	0,1%	
Electricidad	100	0,5%	0,1%	
Vivienda	213	1,0%	0,1%	
Escuelas y universidad	137	0,6%	0,1%	
Hospitales y artículos relacionados	28	0,1%	0,0%	
Salarios y beneficios para cuidados en el hogar	400	1,9%	0,2%	0,6
Manufactura e I+D	580	2,7%	0,3%	0,5
I+D	180	0,8%	0,1%	
Manuf. y PyME	300	1,4%	0,2%	
Desarrollo de fuerza laboral	100	0,5%	0,1%	
Seguro médico, deducción impositiva por hijos, licencia pagada, menores precios de los medicamentos	1500	7,0%	0,9%	0,5

Tabla 2

Reforma tributaria "Hecho en América"	Ingresos (\$miles de mill.) en 15 años	Ingresos (\$miles de mill.) en 8 años	% PIB		Multiplicador fiscal
			Total	Anual	
Total	3552	1841	8,6%	1,1%	0,6
Empresas	1952	1041	4,8%	0,6%	0,3
Impuesto a las utilidades (21% a 28%)	1125	600	2,8%	0,3%	
GILTI* (mín. desde 10,5% a 21%)	663	354	1,6%	0,2%	
Impuesto mínimo sobre el resultado contable (del 15%)	164	87	0,4%	0,1%	
Hogares	1600	800	3,7%	0,5%	1,0
Impuesto sobre la renta (>400k, 37% a 39,6%)	300	160	0,7%	0,1%	
Plusvalías (>1 millón, desde 20% a 39,6%)	560	298	1,4%	0,2%	
Otros	641	342	2%	0%	

*Impuesto mínimo a ingresos intangibles globales con baja imposición (GILTI por su sigla en inglés)

Proyección: Mundial

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P
Economía mundial								
Crecimiento del PIB Mundial (*) - %	3,5	3,3	3,8	3,6	2,8	-3,3	6,3	4,4
EUA - %	2,9	1,6	2,4	2,9	2,4	-3,5	6,7	4,7
Zona del Euro - %	1,9	1,8	2,7	1,9	1,3	-6,8	4,5	4,2
China - %	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tasas de interés y monedas								
Fed fondos - %	0,2	0,5	1,3	2,3	1,6	0,1	0,1	0,1
Treasury 10 años (EUA), final del período - %	2,5	2,5	2,4	2,8	2,0	0,9	1,7	2,5
USD/EUR - final del período	1,09	1,05	1,20	1,15	1,12	1,22	1,20	1,15
CNY/USD - final del período	6,5	6,9	6,5	6,9	7,0	6,5	6,5	6,8
Índice DXY (**)	98,6	102,2	92,1	96,2	96,4	89,9	92,5	95,5
Commodities								
Índice CRB - a/a - %	-15,1	12,0	1,5	-3,8	-4,5	10,3	4,5	-4,8
Índice CRB - var. media anual - %	-14,0	-1,3	6,9	-0,6	-6,0	-3,3	17,6	-3,8
Índice de Commodities Itaú (ICI) - a/a - %	-28,4	27,5	3,5	-2,2	4,8	10,1	4,5	-4,8
Índice de Commodities Itaú (ICI) - media anual - %	-32,7	-6,4	13,3	10,2	-4,0	-8,4	34,4	-8,0
Metales - var. media anual - %	-29,7	-2,6	25,1	3,1	5,4	6,2	32,7	-15,4
Energía - var. media anual - %	-44,7	-14,5	21,4	24,1	-11,2	-28,4	40,5	5,9
Agrícolas - var. media anual - %	-16,0	-0,4	-1,5	0,7	-2,1	3,5	29,0	-12,3

Fuente: FMI, Bloomberg, Itaú

* Actualizamos nuestra metodología de PIB global. Ahora pronosticamos más países individualmente, que anteriormente considerábamos como un grupo. Como resultado, la proyección de crecimiento para 2021 se ajustó a 6.3% (anteriormente 6.9%).

** 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

Revisión del escenario mundial

Crecimiento del PIB

	2021		2022	
	Actual	Mês pasado	Actual	Mês pasado
Crecimiento PIB mundial*	6,3	6,3	4,4	4,3
EUA - %	6,7	6,7	4,7	4,2
Zona Euro - %	4,5	4,5	4,2	4,2
China - %	8,5	8,5	5,0	5,0

Tasas de interés y monedas

	2021		2022	
	Actual	Mês pasado	Actual	Mês pasado
Fondos de la Fed - %, fdp	0,1	0,1	0,1	0,1
Bono del Tesoro de EUA a 10 años, %, fdp	1,7	1,7	2,5	2,5
dólar/euro - fdp	1,20	1,20	1,15	1,15
CNY/dólar - fdp	6,50	6,50	6,75	6,75
Índice DXY** - fdp	92,5	91,2	95,5	94,1

Fuente: FMI, Bloomberg, Itaú.

* Actualizamos nuestra metodología global del PIB. Ahora proyectamos otros países de manera individual, previamente considerados como grupo. Por lo tanto, revisamos nuestra previsión de PIB a 6,3% desde 6,9% en 2021.

** EL DXY es una referencia a nivel mundial para el valor internacional del dólar estadounidense, que mide su rendimiento frente a una canasta de divisas, que incluye el euro, el yen, la libra, el dólar canadiense, el franco suizo y la corona sueca.

Colombia

Hora de hablar de impuestos

- ▶ El gobierno colombiano está preparando una reforma fiscal con lo que recaudaría 30,3 billones de pesos (8,4 mil millones de dólares, aproximadamente 2,6% del PIB), con el objetivo de destinar alrededor de 1,4% de esa suma a la consolidación fiscal en un intento por preservar su calificación crediticia de grado de inversión. Sin embargo, el calendario electoral a corto plazo y las recientes dificultades económicas significan que es probable que se apruebe una versión diluida del proyecto de ley.
- ▶ La junta directiva del BanRep votó por unanimidad mantener la tasa estable en 1,75%. En reuniones anteriores, una minoría de la junta había favorecido incrementar el estímulo, pero el mayor nivel de actividad de lo esperado a fines de 2020, el leve impacto en el crecimiento del aislamiento de enero y el paquete fiscal que se está implementando este año en Estados Unidos favorecen una normalización más rápida de la inflación.

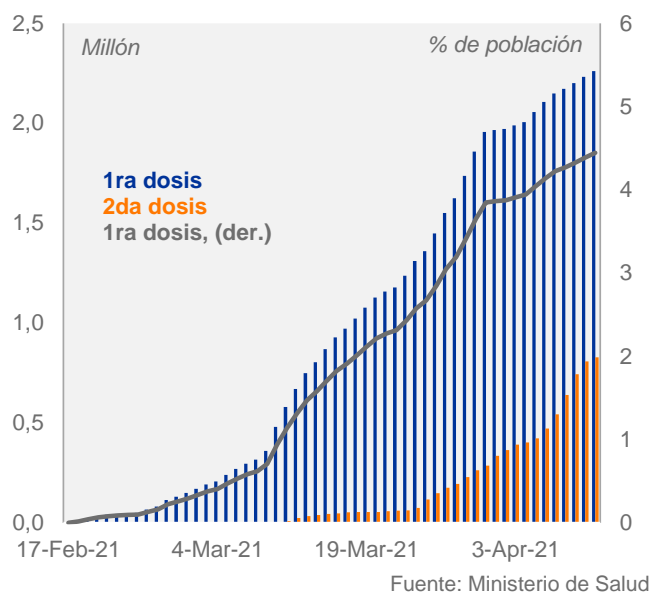
Se vuelven a introducir restricciones durante la fase inicial de vacunación

Colombia volvió a introducir restricciones a la movilidad en el país dada la aceleración de casos del COVID-19. Con el objetivo de evitar una abrumadora tercera ola de la pandemia, se volvieron a imponer nuevas restricciones a la movilidad y toques de queda nocturnos en municipios con altos índices de ocupación de las UCI. A partir de la última semana de marzo, los ciudadanos sólo pueden ingresar a supermercados, bancos y centros comerciales en horarios específicos, asignados a través de su documento nacional de identidad, en municipios donde la ocupación de las UCI supera el 70%. Previo a los nuevos cierres, las operaciones comerciales continuaron mejorando, ya que el 95,1% de las empresas industriales indicaban que sus negocios operaban con normalidad, frente al 91,6% de enero (y el mínimo cíclico de 31,3% en abril de 2020), según el grupo de estudios local Fedesarrollo.

Colombia administró por lo menos una dosis de la vacuna a más del 4% de la población, y se espera un incremento significativo para abril. Hasta la fecha, llegaron 5,1 millones de dosis de vacunas a Colombia: 3,0 millones de dosis de la vacuna Sinovac (7,5 millones de dosis compradas), 0,25 millones dosis de la vacuna AstraZeneca (el primer envío de los 10 millones de unidades compradas) y 1,8 millones de dosis de la vacuna Pfizer. La campaña de vacunación comenzó el 17 de febrero y hasta ahora se han inculado a 2,4 millones de individuos. Para el resto de abril, el gobierno espera recibir un total de 6,0 millones de dosis adicionales de las vacunas Pfizer, Sinovac y AstraZeneca. Además, la vacuna monodosis de Johnson & Johnson (acuerdo para 9

millones de dosis) podría comenzar a utilizarse en breve, ya que obtuvo la aprobación de uso de emergencia. El gobierno recientemente ha cumplido con su objetivo inmediato de administrar 3 millones de dosis. El objetivo a mediano plazo continúa siendo vacunar a 35,2 millones de personas (70% de la población) antes de fin de año.

El programa de vacunación cobra impulso



La atención se concentraría en una nueva reforma fiscal

Se dieron a conocer las principales disposiciones de la próxima propuesta de reforma fiscal. La información preliminar indica que Colombia buscará recaudar 30,3 billones de pesos (8,4 mil millones de dólares), un considerable 2,6% del PIB (utilizando

nuestra estimación del PIB para 2022), en un intento por preservar la calificación crediticia de grado de inversión del país. En resumen, la reforma se centra en reducir las exenciones, ampliar la base de contribuyentes y modificar las tasas para aumentar los ingresos fiscales mientras se mantienen los programas sociales. El Congreso comenzaría el debate sobre el proyecto de ley de inmediato, con el objetivo de aprobarlo antes del final del mandato ordinario del Congreso (20 de junio).

Del aumento total de los ingresos previsto en la propuesta, 10,5 billones de pesos (cerca del 1% del PIB) se recaudarían mediante ajustes al impuesto sobre el valor agregado (IVA). Entre los cambios más importantes se encuentra una reducción de la cantidad de bienes y servicios exentos del IVA y aumentos de la tarifa sobre algunos artículos que actualmente gozan de una tasa reducida (en un rango entre el 5% y el 12%, en comparación con el 19% general). Los ajustes del IVA irían acompañados de mecanismos de compensación para la población de menores ingresos. El impacto en la inflación dependería de detalles aún no revelados, aunque se espera que el efecto sea de un solo impacto. Históricamente, y no sólo en Colombia, estos ajustes del IVA tienden a enfrentar una dura resistencia política, debido al impacto inmediato y claro en los ingresos disponibles de los hogares derivado del aumento de los precios al consumidor, y la aprobación parece incierta, a pesar de la intención de ofrecer medidas de compensación específicas.

Mientras tanto, se espera recaudar alrededor de 16,8 billones de pesos (1,5% del PIB) mediante la ampliación de la base del impuesto sobre la renta y otras medidas que afectan a los individuos. El plan también incluye elevar la tasa del impuesto sobre dividendos a 15% desde 10%, imponer un impuesto sobre el patrimonio y un impuesto de solidaridad del 10% a las personas que ganan salarios mensuales (después de impuestos y deducciones) superiores a 10 millones de pesos (2.800 dólares) y congelar los salarios de los funcionarios públicos. Con el fin de promover la formalización de la economía, el proyecto de ley crearía una exención del 10% del impuesto sobre la renta para aquellos que adoptan la facturación electrónica. Las corporaciones, por su parte, verían reducidos sus impuestos sobre la renta, aunque también se eliminarían varias deducciones del impuesto sobre la renta de las empresas a partir de 2023.

Parte del aumento de los ingresos se asignaría a programas sociales, incluida la devolución del IVA

para los hogares más pobres y las transferencias a instituciones regionales, por lo que el ajuste fiscal neto rondaría los 15,8 billones de dólares (1,4% del PIB).

La aprobación de una reforma fiscal estructural es un requisito previo clave para que las agencias de calificación crediticia mantengan la calificación de grado de inversión de Colombia, ya que, si no se implementa un plan creíble de consolidación fiscal, el país tendría un perfil fiscal más débil en relación con sus pares. El calendario electoral a corto plazo y las recientes dificultades económicas significan que es probable que las negociaciones con el Congreso generen una versión diluida del proyecto de ley. Dado que tanto S&P (BBB-, perspectiva negativa) como Fitch (BBB-, perspectiva negativa) ya asignan a Colombia sus calificaciones de grado de inversión más bajas posibles, este es el principal riesgo a monitorear.

Propuesta de reforma fiscal	% del PIB
Ajuste IVA	0,9
Impuesto sobre la renta	1,3
Impuesto sobre el patrimonio	0,1
Impuesto sobre dividendos	0,03
Impuesto corporativo	0,3
Ingresos adicionales totales (a)	2,6
Transferencias obligatorias a regiones (b)	-0,4
Compensación de IVA	-0,1
Programas sociales	-0,7
Disponible para ajuste fiscal	1,4

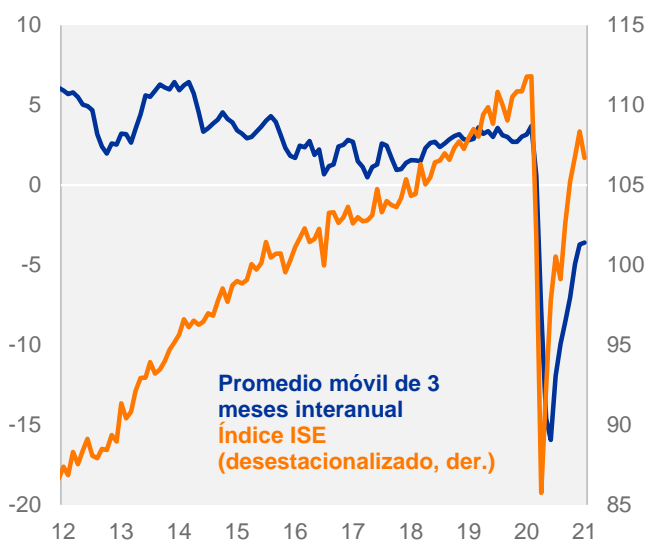
Reforma fiscal (% del PIB)	Propuesta inicial	Aprobado
2010	1,5	1,0
2014	2,0	1,5
2016	0,8	0,7
2018	1,3	0,7
2021 (a + b)	2,2	?

Modesto descenso de la actividad a principios de 2021

La reintroducción de las restricciones a la movilidad a principios de año, en medio de la segunda ola de la pandemia del COVID-19, provocó la primera contracción secuencial de la actividad desde agosto. El indicador mensual coincidente (ISE) cayó 4,6% interanual en enero. En el margen, la actividad descendió 1,5% (desestacionalizada) de diciembre a

enero. Para el trimestre finalizado en enero, el impulso de la actividad se desaceleró a 20,9% trimestral anualizado desestacionalizado, desde 26,3% en 4T20 y 44,1% en 3T20. En resumen, la actividad se encuentra ahora alrededor de 4,6% por debajo de los niveles previos a la pandemia. Si bien la economía se contrajo en enero, observamos que las caídas de diciembre a enero (desestacionalizadas) fueron mucho más leves que las observadas al inicio de la pandemia el año pasado, lo que indica que la economía está operando mejor bajo aislamiento que en la primera ola del virus.

Desaceleración transitoria de la actividad



Fuente: DANE

Las importaciones disminuyeron en enero en reacción a las nuevas restricciones a la movilidad a fines de 2020 y principios de este año, aunque las aún débiles exportaciones generaron otro gran desequilibrio externo. A principios de 2021 se registró un déficit comercial de mil millones de dólares, muy por encima del déficit de 695 millones de dólares registrado en el mismo período del año anterior. Si bien las exportaciones de materias primas se mantuvieron débiles, arrastradas por las menores ventas de carbón, es probable que la debilidad de las importaciones sea un efecto transitorio a medida que se endurecen y flexibilizan las restricciones. Como resultado, el déficit comercial acumulado de 12 meses estuvo cerca de los 10,4 mil millones de dólares a finales de enero, por encima de los 10,1 mil millones de dólares registrados en 2020. En el margen, el déficit comercial trimestral se situó en 12,3 mil millones de dólares (anualizados) a fines de enero, desde 12,8 mil millones de dólares en el 4T20.

La reunión de política monetaria de marzo, en la que todos los miembros de la junta directiva votaron a favor de mantener sin cambios la tasa de política monetaria en 1,75%, mostró que los directores están equilibrando riesgos opuestos. Observamos que dos miembros del directorio habían votado recientemente a favor de recortes adicionales de la tasa. A pesar del progreso logrado en distintos frentes, persiste una considerable incertidumbre. Algunos miembros del directorio enfatizaron los efectos adversos sobre la actividad económica que traería aparejada una tercera ola de la pandemia, una eventualidad que, de materializarse, requeriría probablemente un estímulo monetario adicional. Por otro lado, algunos directores destacaron como riesgo un mayor y más rápido endurecimiento de las condiciones financieras externas debido a la política fiscal expansiva en Estados Unidos, proceso que sería particularmente relevante para Colombia en caso de que el Congreso no apruebe el ajuste fiscal que busca lograr el gobierno. En resumen, una perspectiva algo más optimista apoyó la opinión de que mantener la tasa estable era el camino a seguir por ahora.

Los riesgos apuntan a alzas anticipadas de tasa

Esperamos que la economía colombiana se recupere con un crecimiento de 5,0% este año, tras una contracción de 6,8% en 2020. La mejora en curso de la percepción del consumidor y de la industria, los elevados precios del petróleo y el estímulo económico podrían ayudar a consolidar la recuperación de la actividad a futuro.

Esperamos un déficit de cuenta corriente básicamente estable este año, en un amplio 3,4% del PIB, comparado con el 3,3% del PIB el año pasado. Las favorables perspectivas para los precios del petróleo y la economía mundial probablemente apoyen la recuperación de las exportaciones, aunque se verían compensadas por la mejora de la demanda interna. Mientras tanto, un repunte económico de Estados Unidos y un endurecimiento de las condiciones financieras podrían afectar a las monedas emergentes, especialmente aquellas, como la de Colombia, que enfrentan riesgos en la balanza de pagos y fiscales. En este contexto, ahora esperamos que el peso cierre 2021 en 3.600 pesos/dólar (frente a 3.450 pesos/dólar en nuestro escenario anterior) y que se deprecie a 3.700 pesos/dólar al cierre de 2022 (frente a 3.550 pesos/dólar anteriormente).

La inflación cerraría el año en 2,8%. Esperamos que el aumento de los precios al consumidor se acelere a partir del 2T21 con la gradual eliminación de las medidas de alivio del COVID-19, el incremento de los precios de los combustibles y la reducción de la brecha de producción.

Creemos que la aún amplia brecha de producto, junto con un buen desempeño de la inflación y las expectativas inflacionarias respaldan una tasa estable en un bajo 1,75% durante el resto de este año. Sin

embargo, los riesgos apuntan a alzas anticipadas de tasa si las condiciones financieras mundiales siguen contrayéndose.

João Pedro Bumachar
Carolina Monzón
Miguel Ricaurte

Proyecciones: Colombia

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P
Actividad económica								
Crecimiento real del PIB - %	3,0	2,1	1,4	2,6	3,3	-6,8	5,0	3,5
PIB nominal - USD mil millones	294	282	311	334	323	271	305	317
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	6.704	6.417	5.334	5.926	6.108
Tasa de desempleo - media anual	8,9	9,2	9,4	9,7	10,5	16,1	14,0	11,0
Inflación								
IPC - %	6,8	5,8	4,1	3,2	3,8	1,6	2,8	3,0
Tasa de interés								
Tasa de referencia - final del año - %	5,75	7,50	4,75	4,25	4,25	1,75	1,75	3,50
Balanza de pagos								
COP/USD - final del período	3.175	3002	2.932	3.254	3.287	3.428	3.600	3.700
Balanza comercial - USD mil millones	-15,6	-11,1	-6,0	-7,0	-10,8	-10,1	-8,0	-6,0
Cuenta corriente - % PIB	-6,3	-4,3	-3,3	-3,9	-4,3	-3,3	-3,4	-3,6
Inversión extranjera directa - % PIB	4,0	4,9	4,4	3,5	4,4	2,8	3,7	4,4
Reservas internacionales - USD mil millones	46,7	46,7	47,6	48,4	53,2	59,0	61,5	61,5
Finanzas públicas								
Resultado nominal del gob. central - % del PIB	-3,0	-4,0	-3,6	-3,1	-2,5	-7,8	-8,6	-4,0
Deuda pública bruta del gob. central - % del PIB	44,6	45,6	46,4	49,3	50,2	64,8	67,4	66,4

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

La información contenida en este informe fue producida por Itaú Unibanco Holding, dentro de las condiciones actuales del mercado y coyunturas económicas, basadas en información y datos obtenidos de fuentes públicas. Dicha información no constituye, ni debe interpretarse como una oferta o solicitud para comprar o vender un instrumento financiero, o para participar en una estrategia de negocio en particular en cualquier jurisdicción. Todas las recomendaciones y estimaciones que aquí se presentan se derivan de nuestro estudio y pueden ser alteradas en cualquier momento sin previo aviso. Itaú Unibanco Holding no se hace responsable de las decisiones de inversión basadas en la información contenida y divulgada en este documento.

Este informe fue preparado y publicado por el Departamento de Estudios Económicos del Banco Itaú Unibanco S.A. (Itaú Unibanco). Este informe no es un producto del Departamento de Análisis de Acciones de Itaú y no debe ser considerado un informe de análisis para los fines del artículo 1º de la Instrucción CVM n.º 483, de 6 de Julio de 2010. 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 Unibanco Holding.

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.