

# Escenario macro - Colombia



Escenario Macro | 19 de agosto de 2021

## Economía global

Variante Delta, China, la Fed y la inflación se ciernen sobre los mercados emergentes (ME). .....

2

Es probable que la variante Delta ejerza una presión limitada sobre el crecimiento, centrada en Asia. Bajamos nuestra previsión del PIB mundial a 6,2% (anteriormente: 6,4%) para 2021 y lo elevamos a 4,7% (anteriormente: 4,6%) para 2022.

## Colombia

Señales de inicio del ciclo de normalización de política monetaria .....

8

La situación sanitaria mejoró en el último mes, en medio del avance de la campaña de vacunación. Aunque el malestar social llevó a una fuerte caída de la actividad en mayo, se espera que el efecto sea transitorio. Los altos términos de intercambio, la consolidación de la reapertura económica y la recuperación de la confianza empresarial nos han llevado a aumentar nuestra previsión de crecimiento para este año a 7,8% (desde 6,5%)

## Revisión de Escenario

### Mundo

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

### Brasil

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	5,7	5,8	1,5	2,0
BRL / USD (dic)	4,75	4,75	5,10	5,10
Tasas de interés (dic) - %	7,50	7,50	7,50	7,50
IPCA (%)	6,9	6,9	3,9	3,9

### Argentina

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	7,0	6,5	2,5	2,5
ARS / USD (dic)	105,00	105,00	144,00	144,00
BADLAR (dic) - %	34,00	34,00	24,00	24,00
Tasa de referencia - %	38,0	38,0	30,0	30,0
IPC - %	47,0	47,0	40,0	40,0

### Colombia

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	7,8	6,5	2,7	3,0
COP / USD (dic)	3800	3700	3800	3700
Tasas de interés (dic) - %	2,50	2,00	4,00	3,50
IPC - %	4,4	3,7	3,0	2,8

### América Latina y el Caribe

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

### México

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	6,5	6,5	3,4	3,4
MXN / USD (dic)	19,00	19,00	19,50	19,50
Tasas de interés (dic) - %	5,25	4,75	6,00	5,75
IPC - %	6,0	5,7	3,6	3,6

### Chile

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	10,0	8,5	2,4	2,7
CLP / USD (dic)	750	730	750	730
Tasas de interés (dic) - %	2,00	1,50	3,50	2,50
IPC - %	4,5	4,0	3,2	3,0

### Perú

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	10,2	10,2	3,5	3,5
PEN / USD (dic)	3,90	3,80	3,90	3,80
Tasas de interés (dic) - %	1,25	0,75	2,50	2,00
IPC - %	3,6	3,3	2,6	2,6

## Economía global

# Variante Delta, China, la Fed y la inflación se ciernen sobre los mercados emergentes (ME).

- ▶ Es probable que la variante Delta ejerza una presión limitada sobre el crecimiento, centrada en Asia. Bajamos nuestra previsión del PIB mundial a 6,2% (anteriormente: 6,4%) para 2021 y lo elevamos a 4,7% (anteriormente: 4,6%) para 2022.
- ▶ China: un 2S21 complejo. Recortamos nuestra previsión del PIB para todo 2021 a 8,2% (anteriormente: 8,5%).
- ▶ Estados Unidos: el crecimiento y el retiro del estímulo por parte de la Fed más adelante continúan en curso; la inflación sigue siendo el principal riesgo.
- ▶ El rendimiento de los bonos estadounidenses subirá y los mayores riesgos respaldarían al dólar.
- ▶ América Latina: una inflación más elevada exige una mayor contracción de la política monetaria

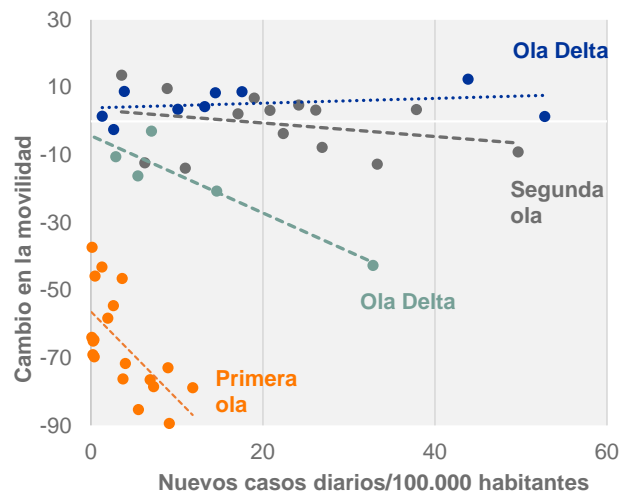
## La variante Delta probablemente ejerza una presión limitada, centrada en Asia.

**Los casos globales de COVID-19 y las muertes continúan aumentando debido a la variante Delta, pero las olas letales se mantienen limitadas a países menos vacunados.** Entre los 124 países con al menos 1 millón de habitantes a los que ha llegado la variante Delta, sólo en 30 está provocando olas mortales, todos ellos con poca población vacunada, y la mayoría en el sudeste asiático y Medio Oriente. En la Europa desarrollada, los casos aumentaron drásticamente en julio y ahora están cayendo o alcanzando su punto máximo, mientras que las hospitalizaciones y las muertes aún se encuentran en niveles bajos. En Estados Unidos, los casos aumentaron al igual que las hospitalizaciones en los Estados y grupos etarios menos vacunados, pero es probable que las muertes alcancen un pico muy por debajo de las olas anteriores. En América Latina y Europa Central y del Este, la variante Delta ya se encuentra presente y predomina en algunos países, aunque hasta ahora no provocó una nueva ola.

**El efecto Delta sobre el crecimiento se limitará a los países menos vacunados.** Entre las economías altamente vacunadas, las vacunas debilitaron el vínculo entre los casos y las hospitalizaciones y, por lo tanto, están erosionando la elasticidad de la movilidad ante el aumento de los casos. En la zona del euro y en el Reino Unido, por ejemplo, el aumento de los casos provocados por la ola Delta no requirió nuevas restricciones y, por lo tanto, no generó una disminución de los indicadores de movilidad (ver el gráfico a continuación). Por otro lado, en algunos

países asiáticos, que se vieron afectados por la nueva cepa cuando la vacunación aún era baja, la variante Delta es responsable de un nuevo aumento de las hospitalizaciones y, por lo tanto, está provocando nuevas restricciones de distanciamiento social. En estos países, la variante Delta probablemente afectará el crecimiento.

**Movilidad: disminución de la elasticidad a nuevos casos**



Cada punto representa el pico de un país en términos de nuevos

Fuente: Informe de movilidad de Google, Johns Hopkins

**Incorporamos un impacto económico temporal de la variante Delta en China y algunos otros países asiáticos y redujimos nuestra proyección del PIB global a 6,2% (anteriormente: 6,4%) para 2021 y lo elevamos a 4,7% (anteriormente: 4,6%) para 2022.** Las revisiones del PIB de China e India tuvieron la mayor influencia en este ajuste global. Revisamos

nuestras estimaciones para otros países emergentes de Asia en aproximadamente 1%, aunque tienen una pequeña contribución al crecimiento. A medida que la campaña de vacunación continúa avanzando en la mayor parte del mundo y dado que los países altamente vacunados mostraron que las vacunas son eficientes contra la cepa Delta, su impacto sobre el crecimiento global probablemente seguirá siendo limitado.

Revisiones Delta			
País	Revisiones	Participación en el PIB mundial	Contrib.
Malasia	-0,9%	0,70%	-0,007%
Tailandia	-0,9%	0,94%	-0,008%
Filipinas	-1,0%	0,70%	-0,007%
Singapur	-0,3%	0,42%	-0,001%
China	-0,3%	18,78%	-0,056%
Indonesia	-1,3%	2,47%	-0,032%
India	-1,0%	7,19%	-0,072%
<b>Total</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-0,183%</b>

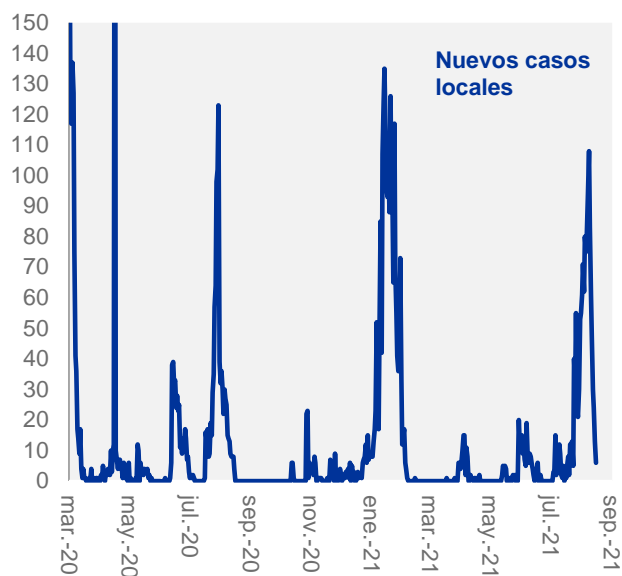
Fuente: FMI, Itaú

### China: complejo 2S21

**La actividad económica avanzó en el 2T21.** El crecimiento fue de 7,9% interanual en el 2T21, con un incremento de la tasa compuesta de crecimiento anual de 2 años a 5,5% desde 5,0% en el 1T21, todavía levemente por debajo de la tendencia anterior al COVID de 6%. Esta mejora se debió a un salto en el sector agrícola relacionado con la fuerte producción de carne de cerdo y a un suave repunte en el sector de servicios desde el mínimo del primer semestre. Los datos de junio también mostraron un sólido desempeño en la producción industrial y las ventas minoristas.

**Sin embargo, existen riesgos a la baja para el 2S21. En primer lugar, la recuperación en el sector de servicios resultó mediocre debido a las recurrentes restricciones derivadas del enfoque “COVID-cero”.** Las autoridades tienen una estricta política de COVID-cero basada en pruebas masivas, rastreo de contactos, confinamientos locales recurrentes y restricciones a la movilidad. Hasta ahora, este enfoque pudo frenar los brotes del virus (ver gráfico), aunque tiene un impacto en el sector de servicios sensibles al COVID (como catering y alojamiento, turismo y entretenimiento). Las vacunas están avanzando rápidamente, con el 70% de la población con al menos una dosis, aunque las autoridades se mantuvieron bastante conservadoras sobre un cambio en la estrategia COVID-cero. En consecuencia, el rebrote de la variante Delta desde fines de julio (aún por controlar) tendrá un efecto claro en la actividad en el 3T21.

### Restricciones recurrentes debido a la política de COVID-cero



Fuente: NHS

### En segundo lugar, las exportaciones perderán fuerza.

Las exportaciones netas fueron el motor principal del PIB después del choque del COVID-19 del año pasado, contribuyendo con 0,7 p.p. en 2020 y 2,4 p.p. en el 1S21. Sin embargo, preveemos una moderación en las exportaciones en el 2S21, con un cambio en la mezcla de demanda externa del consumo hacia servicios, ya que los nuevos pedidos de exportación de manufacturas apuntan a esta débil tendencia a futuro.

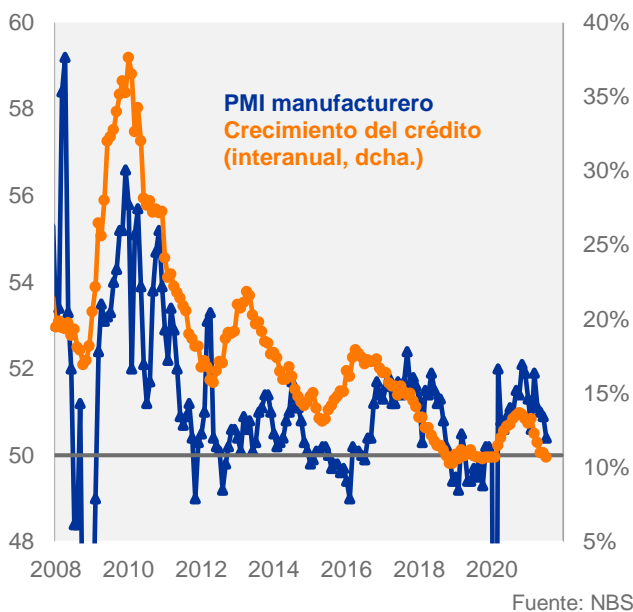
### Las exportaciones alcanzan su punto máximo



Fuente: NBS

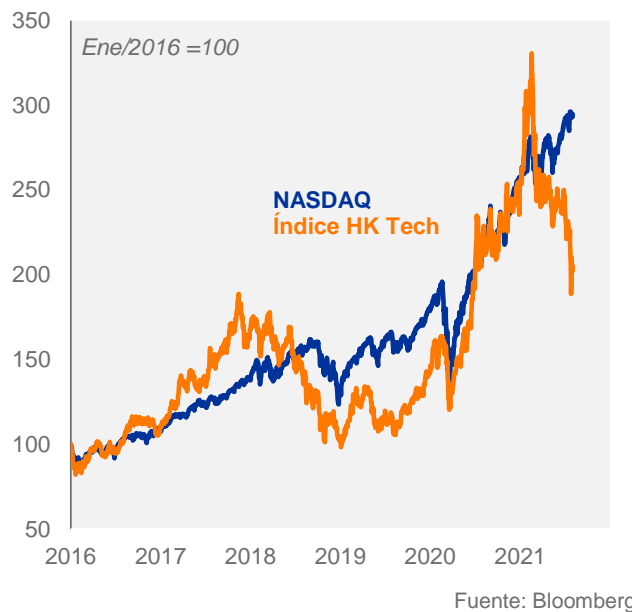
**En tercer lugar, la contracción anticíclica ha estado pesando sobre el crecimiento.** La fuerte recuperación tras el shock del COVID-19 de 2020 dejó margen para que una contracción anticíclica establezca la relación entre la deuda y el apalancamiento. El crecimiento del crédito se moderó a 10,7% interanual en julio y está generando un PMI manufacturero más leve (ver gráfico). Además, es probable que la contracción de la política genere una moderación en el sector de vivienda.

**La moderación crediticia pesa sobre el PMI manufacturero**



**En cuarto lugar, las enérgicas medidas regulatorias generan más incertidumbre para las perspectivas.** Desde noviembre pasado, la campaña antimonopolio se dirigió principalmente a gigantes tecnológicos, algunos de los cuales podrían lograr una concentración excesiva de poder de mercado. En julio, las autoridades intensificaron las regulaciones sobre el refuerzo escolar y el servicio de entrega de alimentos con un enfoque en la igualdad educativa y los beneficios sociales de los trabajadores. Estos desencadenaron una gran liquidación en el mercado tecnológico y suman más incertidumbre a las perspectivas, lo que implica una mala señal para una mayor intervención pública en el sector privado y representa un riesgo a la baja para las perspectivas a mediano plazo.

**La mayor liquidación de China en el mercado de acciones tecnológicas**



**En este entorno, la postura de política pasó de una contracción anticíclica a un sesgo de flexibilización.** En el frente de política monetaria, el Banco Central redujo la tasa de encaje 50pb. En su reunión de julio, el Politburó exigió una política fiscal más eficaz y prometió utilizar la emisión de bonos especiales del gobierno local para mejorar la infraestructura antes de fin de año. Sin embargo, consideramos que estos movimientos son un ajuste fino más que el comienzo de un importante ciclo de flexibilización nuevo.

**Ahora proyectamos el PIB en 8,2% (anteriormente: 8,5%) para 2021 y en 5,8% para 2022.** Se espera que el crecimiento del PIB en el tercer trimestre disminuya a 0,6% trimestral desde 1,3%, pero que repunte 2,0% en el 4T21 a medida que disminuya el brote del virus y las vacunas lleguen a toda la población.

**Estados Unidos: el crecimiento y el recorte de estímulo de la Fed continúan por buen camino; la inflación sigue siendo el principal riesgo.**

**El crecimiento alcanzó 6,5% trimestral anualizado desestacionalizado en el 2T21, por debajo de nuestra expectativa de 9,0%, aunque con una composición saludable.** La demanda interna se mantuvo sólida, impulsada principalmente por el crecimiento del consumo (+11,8%) pero también por un cierto aumento de la inversión fija (+3,0%). El principal obstáculo fue la caída de los inventarios (-1,6 p.p.), que aún se ven afectados por las restricciones

de oferta en la economía. Sin embargo, a medida que se disipen los cuellos de botella, principalmente con una normalización en la producción de semiconductores, la reposición de inventarios ayudará al crecimiento en el 4T21 y el 1S22.

**Redujimos nuestra estimación del PIB para 2021 a 6,3% (desde 6,7%), pero la revisamos al alza a 5,0% para 2022 (desde 4,7%).** Seguimos esperando un estímulo a la infraestructura fiscal de alrededor de 0,5% el próximo año.

**El fuerte crecimiento, el empleo y la mayor inflación mantienen a la Fed según lo planeado para anunciar un recorte del estímulo en noviembre.** Las nóminas se aceleraron a 943.000 en julio y promedia 832.000 en los últimos tres meses. Además, la inflación continúa bajo presión, con el IPC subyacente en 4,3% y el GCP subyacente en 3,5% interanual. Como indicó el FOMC en su última reunión, la economía avanzó y volverá a evaluarla en las próximas reuniones. Esperamos que la Fed señale en septiembre que está (muy) cerca de avanzar y en noviembre anuncie que el recorte comenzará en diciembre. También seguimos esperando la primera subida de la tasa interbancaria en diciembre de 2022.

**El principal riesgo es un aumento persistente de la inflación.** En resumen, la inflación se vio impulsada principalmente por factores transitorios vinculados a cuellos de botella en la oferta, como autos usados, autos 0km y de alquiler y los productos relacionados con la reapertura, como pasajes aéreos y hospedaje. La inflación subyacente excluidos estos elementos transitorios sigue siendo baja, en 2,0% interanual, aunque se aceleró en el margen a 2,7% trimestral anualizado. El principal riesgo es que esta inflación más permanente continúe acelerándose, lo que llevaría a la Fed a adelantar y acelerar la eliminación del estímulo.

**Los rendimientos de EE. UU. aumentarían y habría mayores riesgos para respaldar al dólar**

**Los rendimientos se mantuvieron bajos, aunque es probable que tengan una tendencia al alza debido al ciclo de la Fed.** El rendimiento del bono del Tesoro a 10 años sigue en 1,32%, lo que refleja las preocupaciones sobre la variante Delta que limitan el crecimiento global y cierta distorsión de posicionamiento. Modelamos la tasa del bono del Tesoro de Estados Unidos a 10 años en función de: i) la tasa interbancaria; ii) rendimiento a tres años del bono de Estados Unidos, para capturar el ciclo de

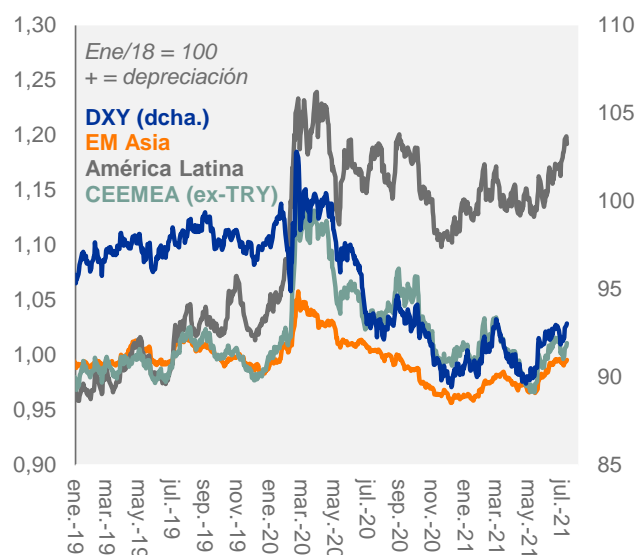
política monetaria; iii) expectativas de crecimiento global a un año; y iv) VIX, para medir riesgos generales. El modelo sigue indicando una convergencia con nuestra proyección de 1,75% para fin de 2021 y de 2,50% para fin de 2022, principalmente impulsada por el ciclo de la Fed (ver tabla a continuación).

El modelo indica que el bono del Tesoro de EE. UU. a 10 años convergiría a alrededor de 1,75% a fin de año				
	Coef	Hoy	Dic21	Di22
Tasa de Fondos Federales	-0,46	0,10	0,10	0,34
Bono del Tesoro a 3 años	1,12	0,45	0,71	1,50
Crecimiento mundial*	0,09	5,50	4,9	3,5
VIX	-0,01	17,0	17,0	17,0
<b>Modelo</b>		<b>1,53</b>	<b>1,80</b>	<b>2,45</b>

\*Crecimiento global = proyección a 1 año del PIB promedio ponderado de los principales pronosticadores para CH (36%), EUA (32%), zona del euro (24%),

**El dólar sigue respaldado por el ciclo de la Fed, los desafíos de China y los riesgos fiscales de América Latina.** Aunque esperamos que la variante Delta tenga un impacto económico menor y que el crecimiento global consolide su recuperación, el dólar continúa respaldado dado que los riesgos aumentaron, como los desafíos que enfrenta China (ver la sección anterior) y los riesgos fiscales de América Latina (ver la sección a continuación).

**Los nuevos riesgos respaldan al dólar**



Fuente: Bloomberg

## América Latina: El aumento de la inflación exige un endurecimiento de la política monetaria

Aunque sólo unos pocos países de la región (como Chile y Uruguay) tienen una gran parte de su población completamente vacunada, los nuevos casos y muertes por COVID están disminuyendo rápidamente en la mayor parte de América Latina. Solo en México, donde la variante Delta es probablemente la cepa dominante, el contagio va en aumento.

La movilidad está aumentando en la región, y los últimos datos de actividad en muchos países resultaron una sorpresa positiva, reflejando también un fuerte estímulo macro, altos términos de intercambio y menor sensibilidad económica a las medidas de distanciamiento social. Revisamos nuestras previsiones de crecimiento para este año a 7,0% en Argentina (desde 6,5% anteriormente), 10% en Chile (desde 8,5%) y 7,8% en Colombia (desde 6,5%). Para Brasil, redujimos ligeramente nuestra expectativa de crecimiento a 5,7% (desde 5,8%), reflejando en parte la escasez de suministros en la industria automotriz (que también representa un riesgo a la baja para nuestra estimación de crecimiento del PIB de 6,5% para México este año). Por lo tanto, ahora esperamos un crecimiento regional de 6,5% (desde 6,3% en nuestro escenario anterior), tras una contracción de 7% en 2020.

Los factores transitorios están impulsando la inflación. A pesar de un crecimiento considerablemente superior al potencial de este año, las economías continúan operando con un importante exceso de capacidad, lo que frena las presiones inflacionarias del lado de la demanda. Sin embargo, los altos precios de los commodities, la escasez de insumos específicos, los precios más altos de los servicios sensibles a la reapertura y, en algunos casos, los tipos de cambio más débiles están impulsando la inflación. Recientemente revisamos nuestra previsión de inflación para Brasil este año a 6,9%. También ajustamos al alza nuestras estimaciones a 4,5% para Chile, 4,4% para Colombia, 6,0% para México y 3,6% para Perú. Esto implica que en estos cinco países la inflación cerraría el año por encima del límite superior de sus respectivas metas del Banco Central.

A medida que la alta inflación aumenta las expectativas de inflación a mediano plazo (o al menos amenaza con aumentarlas), los bancos centrales están eliminando el estímulo monetario, considerando también que la recuperación más fuerte de lo esperado exige una postura menos acomodaticia. Si bien los Bancos Centrales de Brasil, Chile y México ya han comenzado a subir las tasas de interés, los de Colombia y Perú están señalando que pronto podrían aumentarlas. En Brasil, la dinámica de la inflación ha hecho que el Banco Central sea más duro, con un ritmo de alzas de 100pb por reunión y la señal de que la tasa de política alcanzará un pico por encima del nivel neutral. Los Bancos Centrales de Chile y México estuvieron actuando de manera más gradual (con subas de 25pb). Aun así, las sorpresas inflacionarias al alza y el debate sobre el recorte de la Fed significan que también es posible una eliminación más rápida del estímulo monetario en América Latina, excepto Brasil. Prevemos que la tasa Selic cerraría este año en 7,5%, y revisamos nuestras proyecciones de tasa de política a 5,25% para México (desde 4,75%), 2,5% para Colombia (desde 2,0%) y 1,25% para Perú (desde 0,75%). En Chile, el reciente anuncio de un mayor estímulo fiscal nos llevó a aumentar nuestra proyección para la tasa de política a 2,0% para fines de este año (desde 1,5% anteriormente).

A pesar de las mejores noticias en el frente sanitario, los riesgos para el próximo año y los venideros siguen siendo altos en la región. Las variantes del virus (incluida la Delta) implican que una reapertura completa no debe darse por sentada. Más allá del impacto en la movilidad, el contagio prolongado plantea un riesgo para los fundamentales fiscales, que recientemente se han visto sometidos a importantes tensiones. En Brasil, por ejemplo, a pesar de las cifras más benignas de la cuenta fiscal a corto plazo, resurgieron recientemente los riesgos de presión política para aumentar los programas de bienestar social y los pagos por orden judicial (*precatórios*) más altos de lo esperado para el próximo año en un escenario de menor espacio en el techo del límite de gasto en 2022. También estimamos dificultades en Chile, Colombia, Perú y Argentina para reducir el déficit fiscal en el corto plazo. Finalmente, las políticas micro también podrían empeorar dados los actuales y potenciales cambios políticos en estos países.

Por lo tanto, estamos reduciendo nuestra previsión de crecimiento para la región a 2,1% en 2022, desde 2,3% anteriormente. Un menor estímulo fiscal y monetario, un entorno externo menos benigno (con precios más bajos de los commodities, un crecimiento global más lento y la eliminación del estímulo monetario en Estados Unidos), el beneficio cada vez menor de la reapertura económica y las incertidumbres fiscales y políticas probablemente generen una fuerte desaceleración en 2022.

### Proyecciones: Economía global

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P
<b>Economía mundial</b>								
Crecimiento del PIB Mundial - %	3,5	3,3	3,8	3,6	2,8	-3,3	6,2	4,7
EUA - %	2,9	1,6	2,4	2,9	2,1	-3,4	6,3	5,0
Zona del Euro - %	1,9	1,8	2,7	1,9	1,4	-6,5	4,9	5,2
China - %	7,1	6,9	6,9	6,7	6,1	2,3	8,2	5,8
<b>Tasas de interés y monedas</b>								
Fed fondos - %	0,2	0,5	1,3	2,3	1,6	0,1	0,1	0,4
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	6,6
Índice DXY (*)	98,6	102,2	92,1	96,2	96,4	89,9	91,4	94,2

Fuente: FMI, Bloomberg, Itaú

\* El DXY es un índice para el valor internacional del dólar americano, que mide su desempeño en relación a una cesta de monedas incluyendo: euro, yen, libra, dólar

## Colombia

## Señales de inicio del ciclo de normalización de política monetaria

- ▶ La situación sanitaria mejoró en el último mes, en medio del avance de la campaña de vacunación. Aunque el malestar social llevó a una fuerte caída de la actividad en mayo, se espera que el efecto sea transitorio. Los altos términos de intercambio, la consolidación de la reapertura económica y la recuperación de la confianza empresarial nos han llevado a aumentar nuestra previsión de crecimiento para este año a 7,8% (desde 6,5%).
- ▶ Una decisión dividida de mantener la tasa de política monetaria en 1,75% en julio, junto con una perspectiva más optimista para el crecimiento, el aumento de los riesgos inflacionarios y amplios desequilibrios externos, señalan el inicio de los incrementos de tasa en septiembre, adelantándose frente a nuestra expectativa anterior para el mes de diciembre. El directorio también está señalando que la normalización de la política sería gradual en un escenario de amplio excedente de capacidad. Prevemos que las tasas cerrarían el próximo año en 4,0%.

## La tercera ola se desvanece

**Los nuevos casos y muertes por COVID-19 han mostrado una tendencia a la baja desde fines de junio, aliviando la presión sobre los centros de salud tras la oleada más compleja desde el inicio de la pandemia.** Después de promediar más de 30.000 nuevos casos por día y casi 700 muertes en el pico de la ola a finales de junio, los nuevos casos ahora se encuentran más cerca de 5.000 por día y las muertes diarias se acercan a 200. A fines de junio, aproximadamente el 14% de la población colombiana se encontraba completamente vacunada; esta cifra se acerca actualmente al 30%, ya que la introducción de la vacuna monodosis de J&J ayudó a acelerar la inoculación. El presidente Duque instó a una adopción generalizada de la vacuna después de que se confirmara la circulación de la variante Delta más infecciosa. El objetivo de Colombia continúa siendo vacunar al 70% de su población (aproximadamente 35 millones de personas) para fin de año.

**Los indicadores de movilidad continúan mejorando y la ocupación de las UCI en ciudades clave está disminuyendo.** El gobierno ya había levantado muchas de las restricciones a la movilidad en junio. Con la sostenida mejora de la pandemia en julio, el gobierno de Bogotá autorizó la reapertura de estadios de fútbol, clubes nocturnos y lugares de entretenimiento, mientras que en Cali los estadios se reabrieron con un aforo del 70% para personas vacunadas. La ocupación de unidades de cuidados intensivos en Bogotá, la capital del país, ahora es de 63% (desde 96% en junio), mientras que la tasa de UCI en Medellín y Cali cayó a 80% y 53%, respectivamente (desde 98% y 71% a fines de junio). El estado de emergencia permanecerá en vigor hasta fines de agosto, y es poco probable que el

gobierno lo extienda por otro período de tres meses. Según el centro de estudios Fedesarrollo, el 92% de las empresas informaron normalidad operativa, recuperándose desde el 78% de mayo.

## Alivio de la presión



Fuente: Ministerio de Salud

## Se presentó la reforma tributaria 2.0

**El gobierno presentó una reforma tributaria revisada al Congreso, reconociendo que el próximo gobierno necesitará una reforma adicional para lograr una consolidación fiscal más sólida.** La propuesta busca aumentar los ingresos tributarios en 15,2 billones (alrededor de 1,2% del PIB), dos tercios de la cantidad prevista en la versión inicial de la reforma e incluyendo un proceso de normalización tributaria y una mayor eficiencia en la recaudación. En concreto, el gobierno propone un aumento de la tasa



del impuesto sobre las compañías, del 30% el año que viene y del 31% este año, a 35% (añadiendo 0,6% del PIB a los ingresos). En tanto, se impondrá un recargo de 3 p.p. al sector financiero entre 2022 y 2025 (0,03% del PIB en recaudación adicional). También se reduciría la deducibilidad del impuesto regional (ICA) del impuesto sobre sociedades (generando un 0,4% adicional del PIB). Los nuevos recursos financiarían en parte la extensión de los programas sociales (con un costo de 0,6% del PIB en 2022 y alrededor de 0,4% en el mediano plazo). También se propuso la ampliación de tres días libres de IVA al año y condiciones preferenciales para el sector turístico, así como la eliminación de la retención sobre los beneficios de los bonos. En resumen, el efecto permanente neto de la reforma se acerca a 1,0% del PIB.

**El gobierno también sigue proponiendo una modificación de la regla fiscal, utilizando la deuda neta como ancla fiscal clave.** Se fijaría un techo de deuda neta en 71% (se espera que la deuda neta ascienda a 65% del PIB para fines de este año), con una meta a largo plazo de 55%. La regla establecería una senda de saldo primario neto estructural para el gobierno central necesario para llevar la deuda neta al ancla de 55%. Consideramos que la regla fiscal vigente hoy obliga a una convergencia a déficits cercanos al 1% del PIB para 2026 (desde alrededor del 7% actual), lo que significa un mayor esfuerzo fiscal que el que implica el mecanismo de la nueva propuesta (déficits que convergen dentro de un rango de 2,5% a 2,8% en el mismo horizonte).

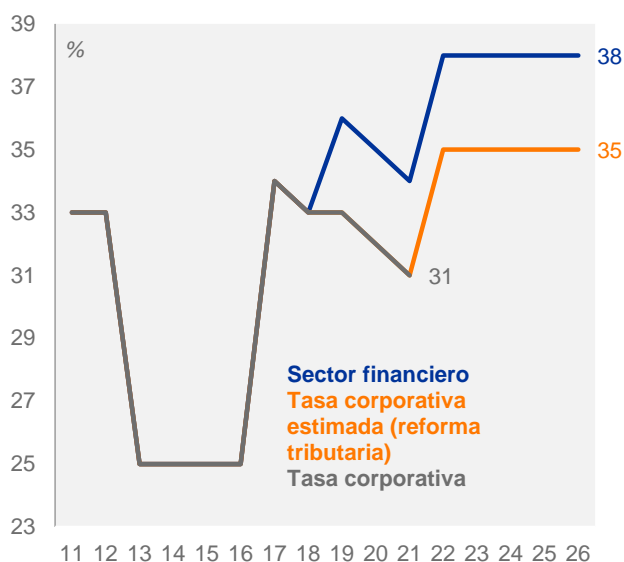
### Caída temporal de la actividad

**Aunque el indicador de seguimiento mensual (ISE) creció un sólido 13,6% interanual en mayo, se debió principalmente a la baja base de comparación.** Las protestas durante el mes llevaron a una caída de 5,8% mensual desestacionalizada en mayo. Las protestas también tuvieron un impacto negativo en el mercado laboral, con un retroceso del empleo en el 2T21 de 2,1% desde el 1T21, a 8% por debajo de los niveles previos a la pandemia. Dicho esto, los indicadores de alta frecuencia sugieren un rápido repunte de la actividad en junio.

**La inflación en julio sorprendió al alza con un incremento de los precios al consumidor de 0,32% desde junio (0,0% un año antes), el registro mensual más alto para julio desde 2016.** Los precios al consumidor, excluidos los precios de los alimentos y la energía, aumentaron 0,29% mensual, alrededor de 10pb por encima del año pasado. La inflación aumentó a 3,97% anual en julio desde 3,65% de junio, acercándose al límite superior del rango en torno a la meta del 3%. En el margen, estimamos que la inflación acumulada en el trimestre finalizado en julio fue de 7,6% (anualizada), en comparación con 6,8% en el 2T21 y 2,8% en el 1T21. La importante sorpresa al alza plantea un riesgo para las expectativas de inflación a mediano plazo.

**Un directorio dividido optó por mantener la tasa de política monetaria en 1,75% (con dos votos a favor de un alza de 25pb), aunque señaló que la normalización de la política monetaria comenzaría en el corto plazo.** El directorio coincidió en que el espacio para mantener el actual estímulo monetario se está reduciendo, dado el comportamiento de la inflación y su posible persistencia, así como la revisión

### Propuesta de tasa del impuesto corporativo



Fuente: Ministerio de Hacienda

**Es probable que el Congreso apruebe la reforma tributaria sin modificaciones importantes.** Si bien la reforma inicial (23 billones de pesos) colapsó principalmente porque apuntaba a cambios en el IVA y la expansión de la base para el impuesto sobre la renta personal durante un período económicamente difícil, es poco probable que la versión actual enfrente el mismo rechazo. El gobierno ya obtuvo apoyo político para el proyecto de ley revisado y consiguió que el sector empresarial se sume. Es probable que el Congreso apruebe el proyecto de ley este mes, aunque el gobierno señaló que la reforma sólo abordará parcialmente la consolidación fiscal necesaria si Colombia espera recuperar la condición de grado de inversión en la próxima década.

al alza de las proyecciones de crecimiento. De acuerdo con el escenario macroeconómico actualizado del equipo técnico, la trayectoria de la tasa de política monetaria estaría levemente por encima de las expectativas de la encuesta de analistas de julio (tasa de 2,0% en diciembre de 2021, 2,5% en marzo de 2022 y 3,5% para fines de 2022). La comunicación del directorio también sugiere que prevén emprender una normalización parcial, ya que se espera que el exceso de capacidad prevalezca hasta 2023.

**Aumento de las expectativas de inflación estimula el impulso monetario**



Fuente: BanRep

**Un alza en septiembre**

El impulso externo aún favorable, la importante reapertura económica y las políticas expansivas apoyarían una recuperación del PIB más rápida de lo que estábamos anticipando este año. Ahora esperamos que la economía colombiana se expanda 7,8% este año (frente a una caída de 6,8% en 2020), 1,3 p.p. por encima de nuestra estimación anterior. **Para 2022, ahora esperamos un crecimiento de 2,7%, 0.3 p.p. menos.**

**Con la consolidación de la recuperación de la demanda interna en un escenario de persistentes choques de oferta (a nivel nacional e internacional), es probable que la inflación cierre el año por encima del límite superior del rango alrededor de la meta del Banco Central. Ahora prevemos una inflación de 4,4% para fin de año (desde 3,7% en nuestro escenario anterior) y de 3,0% a finales de 2022 (desde 2,8% anteriormente).**

**Ahora esperamos un déficit de cuenta corriente de 4,3% del PIB para este año, superando el 3,4% registrado el año pasado y 0,4 p.p. por encima de nuestra estimación anterior.** La recuperación más rápida de la demanda interna y el aumento del déficit factorial compensarían el efecto positivo sobre las exportaciones generado por los elevados términos de intercambio. Para 2022, esperamos un déficit de cuenta corriente de 4,1% del PIB. En este contexto de vulnerabilidades externas, proyectamos una tasa de cambio de 3.800 pesos/dólar para el cierre de 2021 y 2022 (desde 3.700 pesos/dólar anteriormente).

**Es probable que la tasa de política monetaria resulte más alta de lo que esperábamos anteriormente.** La próxima reunión con decisión sobre la tasa de política monetaria está programada para finales de septiembre y, salvo que haya una sorpresa significativa, lo más probable es que se implemente un incremento de la tasa de 25pbs (antes que nuestra estimación anterior de incrementos de tasa a partir de diciembre). Ahora prevemos una tasa en 2,50% (+50pb por encima de nuestra previsión anterior de 2,0%) para fin de año y 4,0% (3,5% anteriormente) para 2022.

**João Pedro Bumachar  
Carolina Monzón  
Andrés Perez**

## Proyecciones: Colombia

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P
<b>Actividad económica</b>								
Crecimiento real del PIB - %	3,0	2,1	1,4	2,6	3,3	-6,8	7,8	2,7
PIB nominal - USD mil millones	294	282	311	334	323	272	302	311
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	5.335	5.884	6.008
Tasa de desempleo - media anual	8,9	9,2	9,4	9,7	10,5	16,1	14,0	11,0
<b>Inflación</b>								
IPC - %	6,8	5,8	4,1	3,2	3,8	1,6	4,4	3,0
<b>Tasa de interés</b>								
Tasa de referencia - final del año - %	5,75	7,50	4,75	4,25	4,25	1,75	2,50	4,00
<b>Balanza de pagos</b>								
COP/USD - final del período	3.175	3002	2.932	3.254	3.287	3.428	3.800	3.800
Balanza comercial - USD mil millones	-15,6	-11,1	-6,0	-7,0	-10,8	-10,1	-10,0	-7,0
Cuenta corriente - % PIB	-6,6	-4,5	-3,5	-4,1	-4,5	-3,4	-4,3	-4,1
Inversión extranjera directa - % PIB	4,0	4,9	4,4	3,5	4,4	2,8	3,7	4,5
Reservas internacionales - USD mil millones	46,7	46,7	47,6	48,4	53,2	59,0	61,5	61,5
<b>Finanzas públicas</b>								
Resultado nominal del gob. central - % del PIB	-3,0	-4,0	-3,6	-3,1	-2,5	-7,8	-8,6	-7,0
Deuda pública bruta del gob. central - % del PIB	44,6	45,6	46,4	49,3	50,2	64,8	66,9	68,4

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

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.