

Escenario macro - Colombia



Escenario Macro | 20 de enero de 2021

Economía global

La vacunación permitiría una recuperación global, aumento del rendimiento de los bonos del tesoro de EE.UU., aunque con un alza contenida del dólar..... 2

No esperamos un súper ciclo en los precios de las materias primas. Es poco probable que los precios alcancen los máximos de 2010-12, ya que la economía china ahora se encuentra menos concentrada en materias primas y está en un camino de disminución de estímulo y crecimiento.

Colombia

¿La inflación contenida brinda margen para una flexibilización monetaria adicional? 8

La aún amplia brecha del producto, el reciente fortalecimiento del tipo de cambio y la inercia favorable apoyan el buen desempeño de la inflación y tasas de interés estables durante un período prolongado. Si la persistencia de la última ola del virus genera aislamientos prolongados que reviertan parte de la recuperación del mercado laboral, podrían materializarse recortes adicionales de la tasa.

Revisión de Escenario

Mundo

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	6,6	6,2	4,0	4,0

Brasil

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

Argentina

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

Colombia

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	5,0	5,0	3,5	3,1
COP / USD (dic)	3400	3560	3400	3560
Tasas de interés (dic) - %	1,75	2,00	3,50	3,50
IPC - %	2,8	3,0	3,0	3,0

América Latina y el Caribe

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	4,6	4,4	2,5	2,5

México

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	5,0	4,0	3,0	3,0
MXN / USD (dic)	19,00	19,00	19,00	19,00
Tasas de interés (dic) - %	3,50	3,50	3,50	3,50
IPC - %	3,2	3,2	3,3	3,3

Chile

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	6,0	6,0	3,2	2,5
CLP / USD (dic)	730	760	730	760
Tasas de interés (dic) - %	0,50	0,50	1,25	1,25
IPC - %	3,0	3,0	3,0	3,0

Perú

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	11,2	9,6	4,0	4,0
PEN / USD (dic)	3,50	3,50	3,50	3,50
Tasas de interés (dic) - %	0,25	0,25	1,00	1,00
IPC - %	2,5	1,9	2,3	2,3

Economía global

La vacunación permitiría una recuperación global, aumento del rendimiento de los bonos del tesoro de EE.UU., aunque con un alza contenida del dólar

- ▶ Los programas de vacunación del COVID-19 comenzaron lentamente, pero están cobrando impulso y permitirán una recuperación económica en las principales economías.
- ▶ Estados Unidos: El presidente Biden, con un Congreso totalmente democrático, implica un nuevo estímulo fiscal para potenciar el crecimiento (revisamos nuestra proyección del PIB para 2021 a 5,5%, desde 4,0% en el escenario anterior); probablemente se mantenga limitada la agenda regulatoria.
- ▶ Las nuevas medidas de distanciamiento social en Europa durarán hasta mediados de febrero, lo que traería aparejado una caída del PIB en el 1T21 (-1,0% trimestral), pero con una probable normalización en el 2T21 con vacunas y menores riesgos políticos (mantuvimos la proyección del PIB para 2021 en 5,0%).
- ▶ China: La combinación de una robusta recuperación y el retiro de estímulos con algún espacio de política probablemente generarán un aterrizaje suave. Esperamos que el PIB crezca 8,5% en 2021 y 5,0% en 2022.
- ▶ Materias primas: Un sólido crecimiento mundial y las restricciones de oferta apoyarían los precios hacia adelante.
- ▶ La recuperación impulsará a las tasas de interés (revisamos nuestra proyección para los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años a 1,55%, desde 1,40% en 2021), aunque es probable que el dólar permanezca contenido, con un crecimiento global sincronizado, el marco de una meta de inflación promedio del Fed mantendría controlada las expectativas de contracción monetaria y elevados precios de las materias primas.

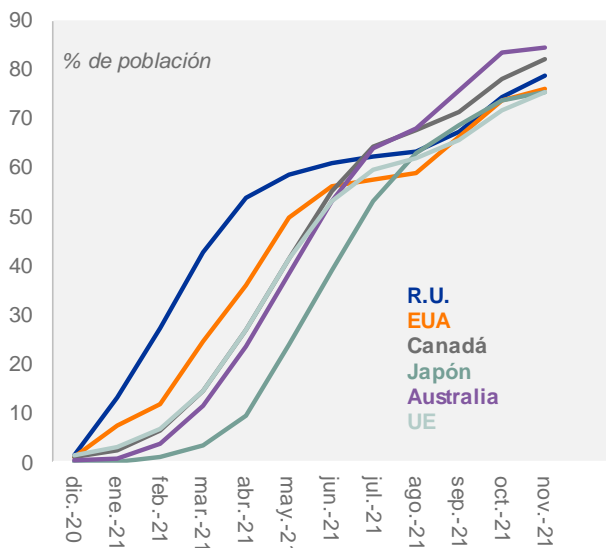
Los programas de vacunación comenzaron lentamente en la mayoría de las ED, aunque ya se están acelerando y ganarán el impulso necesario para permitir una plena recuperación económica en las principales economías

La vacunación comenzó lentamente en la mayoría de las ED debido a problemas de organización, pero recientemente comenzó a acelerarse en algunos países. A pesar del gran suministro inicial de dosis de vacunas, la vacunación comenzó lentamente en la mayoría de las economías desarrolladas. Sin embargo, el ritmo se aceleró esta semana en el Reino Unido (a 192 mil dosis al día, desde 40 mil la semana pasada) y en Estados Unidos (a 739 mil diarias, desde 378 mil la semana pasada) con un avance que llegaría al 10% de la población vacunada en esos países entre fines de enero y mediados de febrero. En la Zona Euro, el ritmo actual de vacunación se mantiene por debajo de los 100 mil/día en los principales países (0,5% a 1,6% de la población vacunada), aunque cuenta con margen para aumentar con un gran suministro y esfuerzos gubernamentales para acelerar el proceso.

Israel es un referente para el mundo, con el 24% de la población y el 70% de los ancianos vacunados. El país comenzó temprano con vacunas de Pfizer altamente eficientes, y también está recibiendo dosis de Moderna, lo que ayudará a mantener un ritmo rápido de vacunación.

Las principales economías desarrolladas pueden replicar la estrategia de Israel; esperamos que la vacunación alcance entre el 50% y el 60% de sus respectivas poblaciones en el 2T21 (ver gráfico). La razón principal del éxito de Israel fue una organización eficaz del sector de la salud: normas simples de vacunación, baja burocracia y asignación eficiente de empleados al grupo de trabajo, aunque también tenía características específicas que ayudaron, como un sistema de salud centralizado y moderno, una población pequeña y muy concentrada y experiencia en gestión de crisis con apoyo militar. Se puede reproducir una mejor organización, tomando aspectos del ejemplo israelí, y ya está siendo adoptada por los principales países desarrollados, lo que indica que hay margen para aumentar considerablemente su ritmo de vacunación.

La vacunación en las ED alcanzaría el 50%-60% de la población en el 2T21



Fuente: Itaú BBA, Goldman Sachs

En las EE, la vacunación se retrasará entre uno y dos trimestres. Los países emergentes europeos y latinoamericanos comenzaron sus campañas de vacunación en las últimas semanas, aunque el ritmo sigue siendo muy lento. Esperamos que la vacunación en esas regiones se acelere en los próximos meses debido a la aprobación de otras vacunas (Oxford, Sinopharm y Sinovac), aunque esperamos un retraso de uno a dos trimestres respecto de las ED, ya que los primeros lotes de Moderna y Pfizer ya están comprometidos con ellos.

Estados Unidos: Biden con un Congreso totalmente demócrata significa un nuevo estímulo fiscal, aunque la agenda regulatoria sigue siendo limitada

El crecimiento se mantiene sólido y esperamos un PIB de 5,0% trimestral anualizado desestacionalizado en el 4T20. A pesar del continuo aumento del virus, los datos económicos siguieron recuperándose y anticipamos un marcado crecimiento en el trimestre.

Una presidencia de Biden con un Senado plenamente democrático significa un nuevo estímulo fiscal para impulsar el crecimiento. Además del paquete fiscal de 900 mil millones de dólares aprobado en diciembre, esperamos que en las próximas semanas se apruebe otro estímulo de 700 mil millones de dólares, con alrededor de 300 mil millones de dólares en transferencias a los hogares (ver la tabla a continuación).

Esto apoyará un robusto consumo en el 1T21, lo que generaría un sólido crecimiento de 4,4%. Además, el progreso hacia la plena normalización económica con las vacunas, principalmente en el sector de servicios, probablemente genere un elevado crecimiento en el segundo trimestre de 8,5% trimestral anualizado desestacionalizado.

Sin embargo, la agenda regulatoria de Biden sigue siendo limitada. Aunque los demócratas tomaron recientemente el control del Senado después de ganar los dos escaños de Georgia, la mayoría es estrecha (50/50 con el voto dirimente de la vicepresidenta) y varios legisladores demócratas son moderados, lo que todavía restringe el margen para lograr un activismo regulatorio.

Paquetes fiscales	Fase 3 Ley CARES (25 de marzo)		Fase 4 (22 de diciembre)		Nuevo paquete (probablemente en el 1T21)	
	Miles mill. Dólares	% PIB	Miles mill. Dólares	% PIB	Miles mill. Dólares	% PIB
Paquete total	2771	13,1%	900	4,3%	700	3,3%
Transferencias a hogares	540	2,6%	286	1,4%	300	1,4%
Pagos directos	290	1,4%	166	0,8%	200	0,9%
Seguro de desempleo	250	1,2%	120	0,6%	100	0,5%
Aplazamientos de impuestos/Int.	400	1,9%	-	-	-	-
Gasto: Salud	230	1,1%	54	0,3%	50	0,2%
Asistencia del gobierno nacional y local	150	0,7%	-	-	250	1,2%
Otros: Educación, infraestructura, etc.	200	0,9%	235	1,1%	100	0,5%
CPP	671	3,2%	325	1,5%	-	-
Garantías, compensación crediticia (Fed, aerolíneas)	580	2,7%	-	-	-	-

Fuente: CBO, CRFB, medios, Itaú.

Hemos revisado nuestra previsión del PIB al alza a -3,4% para 2020 (desde -3,6%) y a 5,5% para 2021 (desde 4,0%).

Las medidas de distanciamiento social en Europa durarán hasta mediados de febrero (el PIB del 1T21 retrocederá 1,0% trimestral), aunque se espera una normalización en el 2T21 con menores riesgos políticos (nuestra estimación del PIB para 2021 se mantiene en 5,0%)

Los recientes datos de actividad resultaron un poco mejor de lo esperado, aunque aún indican una contracción en el 4T20. La intensificación y prolongación de las medidas de distanciamiento social en las principales economías dará lugar a un crecimiento negativo en el trimestre, de -2,0%

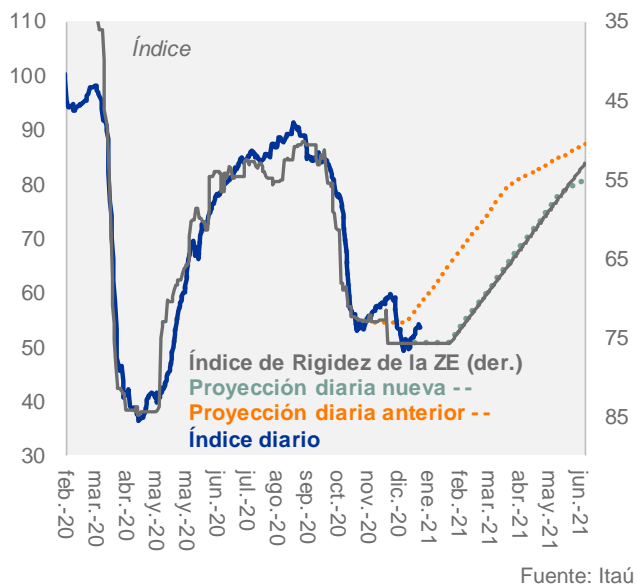
trimestral, como indican las recientes cifras de ventas minoristas de noviembre (-6,1% mensual), aunque la caída en el trimestre probablemente sea un poco menor que el -3,0% trimestral esperado anteriormente.

Prevedemos que las cuarentenas durarán hasta mediados de febrero, lo que haría retroceder al PIB del 1T21 1,0% trimestral. Dado que continúa el brote del virus en algunos países y que la amenaza de que una nueva cepa en el Reino Unido se propague a otros países, los gobiernos actuarán con cautela al levantar las restricciones a la movilidad.

Sin embargo, la normalización debida a las vacunas y la menor incertidumbre política probablemente permitirán una importante recuperación en el 2T21. La normalización generará un significativo crecimiento en el segundo trimestre (4,5% trimestral), ayudado por una menor incertidumbre política tras el Brexit.

Ajustamos nuestra proyección de crecimiento del PIB para 2020 a -7,1% (desde -7,4%) y la mantuvimos en 5,0% para 2021. También conservamos nuestra estimación de tipo de cambio en 1,25 euros/dólar para 2021.

Cierres en Europa durarían hasta mediados de febrero, la actividad se recuperaría a partir de entonces



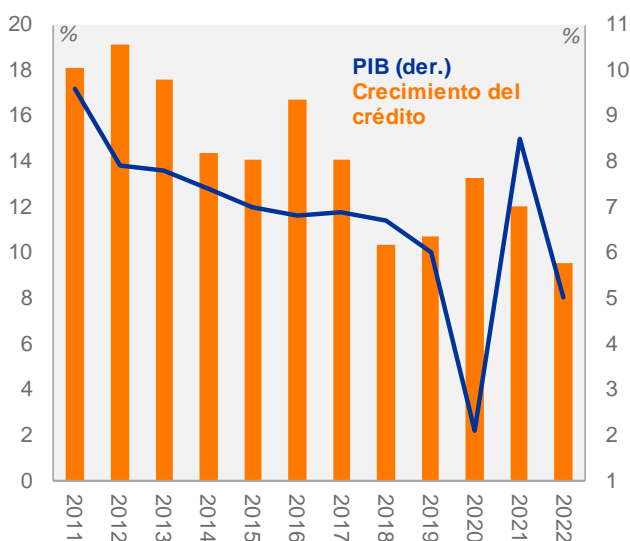
China: El retiro del estímulo con espacio de política probablemente genere un aterrizaje suave

Los importantes riesgos de actividad y financieros abren la posibilidad para retirar el estímulo. El PMI de diciembre se mantuvo en niveles sólidos, y el PIB del cuarto trimestre creció por encima del 6,0% interanual, lo que demuestra que la recuperación aún no ha perdido fuerza. A medida que la economía retoma su trayectoria previa al COVID, las autoridades se están concentrando ahora en una contracción anticíclica para frenar los riesgos financieros. Prevedemos un ritmo gradual y flexible para la eliminación del estímulo, dado que las recientes comunicaciones oficiales advirtieron acerca del riesgo de un retiro abrupto y se comprometieron a mantener el apoyo necesario para la recuperación económica.

El gradual retiro de los estímulos no descarrilará el crecimiento. En primer lugar, los estímulos fiscales y crediticios fueron modestos en comparación con el ciclo 2008-2009, y sin un importante auge inmobiliario. En segundo lugar, probablemente mejore el consumo, apoyado por una mayor normalización del mercado laboral y un alto nivel de ahorro de los hogares. Además, el marcado crecimiento mundial seguirá apoyando a los sectores de exportación y manufactura.

Esperamos un crecimiento de 8,5% en 2021 y de 5,0% en 2022, desde 2,1% en 2020.

Crecimiento de 8,5% en 2021 y 5,0% en 2022 con menor estímulo



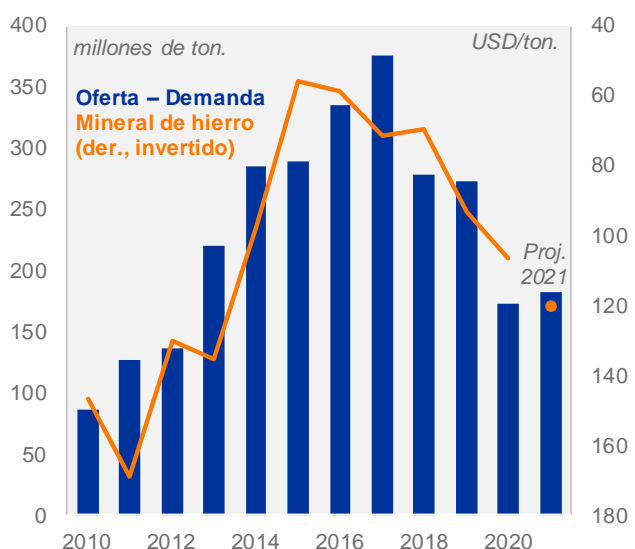
Materias primas: Un sólido crecimiento mundial y las restricciones de oferta apoyarían los precios hacia adelante

Los precios de las materias primas han estado subiendo desde fines de 2020. Los factores de demanda y oferta explican esta recuperación. La recuperación de la producción industrial tras el virus fue mayor a lo esperado, y el estímulo de China apoyó la demanda de metales, aunque los inventarios se encontraban en niveles bajos. Además, hubo interrupciones de suministro en la producción de materias primas.

No esperamos un súper ciclo en los precios de las materias primas. Es poco probable que los precios alcancen los máximos de 2010-12, ya que la economía china ahora se encuentra menos concentrada en materias primas y está en un camino de disminución de estímulo y crecimiento.

Sin embargo, el sólido crecimiento mundial y las restricciones de oferta apoyarán el alza de precios hacia adelante. Esperamos que los precios del mineral de hierro alcancen los 120 dólares/tonelada en 2021 (desde casi 170 dólares/tonelada actualmente), ya que el saldo de oferta y demanda se mantendrá ajustado este año (ver gráfico a continuación).

Mineral de hierro por sobre los USD100/ton.



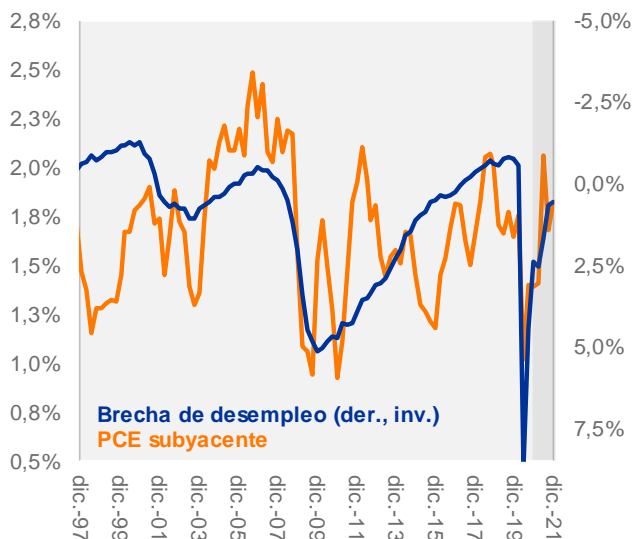
Fuente: Bloomberg, Itaú BBA

La recuperación global genera un mayor rendimiento, pero con un dólar contenido

La recuperación mundial dará lugar a un mayor rendimiento. Revisamos nuestra estimación para el comienzo del alza de la tasa de los fondos del Fed al 3T23 (desde nuestra proyección anterior en el 1T24), a un ritmo de 25pb por trimestre, mientras que los mercados esperan que comience en el 4T23. Como resultado, ahora estimamos un rendimiento de los bonos del Tesoro a 10 años en 1,55% a fines de 2021 (desde 1,40%).

Prevedemos un bajo riesgo de un adelanto de la contracción monetaria por el momento, con una lenta recuperación de la inflación, un objetivo de inflación promedio del Fed y la guía futura para las tasas. A pesar de un crecimiento mayor a lo esperado, esperamos una recuperación gradual de la inflación este año, con el deflactor del consumo subyacente en 1,8% interanual para el 4T21 (ver gráfico), lo que indica que no hay prisa para las discusiones iniciales sobre la reducción de las compras de activos del Fed, que esperamos comiencen en el primer trimestre del próximo año. Además, el marco del objetivo de inflación promedio del Fed y su lineamiento futuro para las tasas indican que permitirá que la inflación supere el 2% durante algún tiempo, lo apunta a que la tasa se mantendrá en cero durante mucho tiempo.

El PCE subyacente se recuperará lentamente, como indica la brecha de desempleo



Fuente: NBS, Itaú

Creemos que el dólar se mantendrá contenido con un crecimiento global sincronizado, una Fed prudente y mayores precios de las materias primas.

América Latina: impulso de las materias primas

Los riesgos idiosincráticos seguirán siendo considerables en 2021 en toda la región. En Argentina, la vicepresidenta Cristina Kirchner parece estar teniendo más influencia en la toma de decisiones, arriesgando la necesaria consolidación fiscal y haciendo menos probable un cambio hacia un menor intervencionismo. En Perú, el Congreso continúa presionando para que se adopten medidas populistas previo a una incierta elección presidencial en 2021 que beneficiará a los candidatos antisistema. La agenda política será particularmente intensa en Chile, donde la ciudadanía elegirá a los miembros de una convención constitucional en abril y un nuevo presidente y congreso en el último trimestre del año, en un momento de un marcado descontento con el modelo económico de libre mercado. También habrá elecciones legislativas en México a mediados de año, en las que se espera que le vaya bien al partido gobernante, dadas las acusaciones de corrupción que afectaron a gobiernos anteriores dirigidos por la oposición, mientras que la incertidumbre política sigue siendo alta. En Colombia y, especialmente, en Brasil, las cuentas fiscales siguen siendo frágiles. Específicamente, existen dudas en Brasil sobre el mantenimiento del límite al gasto, mientras que en Colombia se debe aprobar otra impopular reforma tributaria para que el país pueda evitar el riesgo de perder el grado de inversión.

Mantuvimos sin cambios las proyecciones de crecimiento para 2021 en la mayoría de los países que cubrimos. Si bien la propagación del virus está obligando a adoptar medidas de distanciamiento social más estrictas en casi todas partes, afectando la actividad durante el primer trimestre del año, el despliegue del programa de vacunación (y la consiguiente reapertura de la economía) combinada con un entorno externo favorable (que ahora incluye precios más altos de las materias primas y expectativas de un importante estímulo fiscal en Estados Unidos) nos inclinan hacia un mayor optimismo con respecto a la actividad, a partir del segundo trimestre. En Perú, aumentamos nuestras previsiones de crecimiento para 2021, ya que el país parece estar evitando hasta ahora una significativa segunda ola (lo que probablemente refleja una primera ola que fue una de las más graves

del mundo) y, en consecuencia, la movilidad se ve menos afectada. Para México, una mejor perspectiva para la economía estadounidense también nos llevó a revisar al alza nuestra previsión. Sin embargo, la propagación del virus y los retrasos en los planes de vacunación siguen siendo un riesgo negativo para nuestras estimaciones de crecimiento en la región. De hecho, incluso en países donde ya se ha iniciado la vacunación (Chile, México y Argentina), hasta ahora sólo se han aplicado unas pocas dosis.

A fines de 2020, algunas monedas latinoamericanas con flotación (específicamente el peso chileno, el peso colombiano y el peso mexicano) registraron importantes alzas frente al dólar, eliminando una parte importante de las pérdidas registradas a principios de año. El aumento de los precios de las materias primas, las noticias sobre las vacunas y la flexibilización de la política monetaria en el extranjero son factores clave que contribuyen al fortalecimiento de los tipos de cambio. El peso chileno tuvo el mejor desempeño, ayudado por fuertes aumentos de los precios del cobre y flujos (mediante la reducción del ahorro externo público y privado). Por otro lado, el real se mantiene mucho más débil que su nivel previo a la pandemia, lo que refleja incertidumbre fiscal en medio de una segunda ola del brote del COVID. Aunque las compras de dólares de bancos brasileños a fin de año - necesarias para cumplir con las nuevas normas fiscales que rigen las inversiones en el extranjero - han quedado atrás, el desempeño de la moneda siguió siendo decepcionante a principios de 2021. La incertidumbre política en Perú también está impidiendo que el sol se beneficie del alza de los términos de intercambio.

Como resultado, la inflación está aumentando con mayor impulso en Brasil y Perú que en el resto de la región. Ahora prevemos que el Banco Central de Brasil inicie una normalización de la política monetaria en mayo, antes de lo que esperábamos anteriormente (agosto, aunque mantuvimos nuestra proyección para la tasa Selic de fin de año en 3,5%). En Perú, prevemos riesgos de que la eliminación del estímulo monetario comience antes de lo que esperamos actualmente (2022). Por otro lado, seguimos esperando que el Banco Central de México (el único país de la región con una tasa de política real ex-ante en terreno positivo) reanude el ciclo de flexibilización en febrero, mientras que en Colombia dos miembros (de siete) de la junta directiva votaron a favor de un recorte en la última decisión política de 2020, lo que sugeriría que existen riesgos de flexibilización adicional (aunque aún no es nuestro escenario de referencia).

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	-3,3	6,6	4,0
EUA - %	2,9	1,6	2,4	2,9	2,4	-3,4	5,5	3,0
Zona del Euro - %	1,9	1,8	2,7	1,9	1,3	-7,1	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	1,22	1,25	1,25
YEN/USD - final del período	120,4	117,0	112,7	109,7	108,6	103,3	102,0	102,0
Índice DXY (*)	98,6	102,2	92,1	96,2	96,4	89,9	88,8	88,8
Commodities								
Índice CRB - a/a - %	-15,1	12,0	1,5	-3,8	-4,5	10,3	0,6	-3,4
Índice CRB - var. media anual - %	-14,0	-1,3	6,9	-0,6	-6,0	-3,3	15,0	-4,3
Índice de Commodities Itaú (ICI) - a/a - %	-28,4	27,5	3,5	-2,2	4,8	10,1	0,6	-3,4
Índice de Commodities Itaú (ICI) - media anual - %	-32,7	-6,4	13,3	10,2	-4,0	-8,4	27,0	-0,1
Metales - var. media anual - %	-29,7	-2,6	25,1	3,1	5,4	6,2	28,0	-14,7
Energía - var. media anual - %	-44,7	-14,5	21,4	24,1	-11,2	-28,4	29,9	10,2
Agrícolas - var. media anual - %	-16,0	-0,4	-1,5	0,7	-2,1	3,5	23,5	4,7

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

¿La inflación contenida brinda margen para una flexibilización monetaria adicional?

- ▶ La cifra récord de nuevos casos de COVID-19 en medio del aumento de las tasas de contagios han generado un endurecimiento de las restricciones a la movilidad. Cuarentenas estrictas en diferentes partes del país, junto con un incremento de las restricciones en la mayoría de las grandes ciudades, probablemente amortigüen la recuperación de la actividad que había comenzado en septiembre de 2020.
- ▶ Sin embargo, el benigno entorno mundial (incluyendo el aumento de los precios del petróleo) y los avances favorables en el frente de la vacuna del COVID favorecen un rápido repunte luego de que se levanten las restricciones actuales. Todavía prevemos que el PIB crecería 5% este año (estimamos una caída de 7% para 2020).
- ▶ La aún amplia brecha del producto, el reciente fortalecimiento del tipo de cambio y la inercia favorable apoyan el buen desempeño de la inflación y una tasa estable en un mínimo de 1,75% durante un período prolongado. Si la persistencia de la última ola del virus genera aislamientos prolongados que reviertan parte de la recuperación del mercado laboral, podrían materializarse recortes adicionales de la tasa. De hecho, algunos miembros de la junta directiva del Banco de la República ya están solicitando un estímulo adicional.

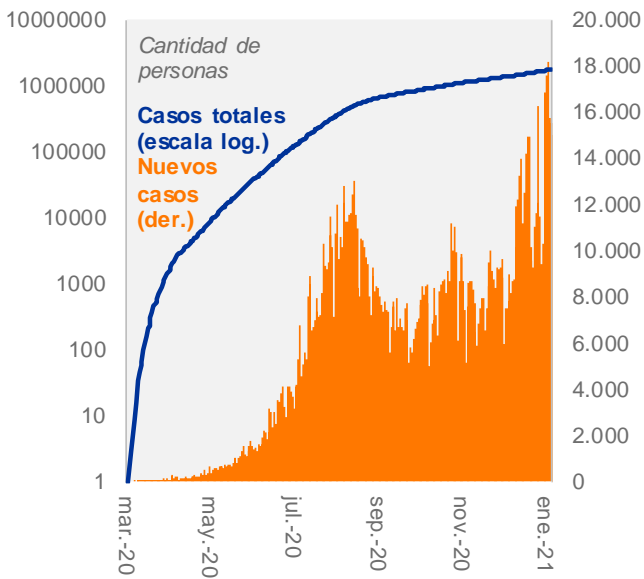
Endurecimiento de las restricciones

Los casos diarios confirmados de COVID-19 en Colombia alcanzaron máximos históricos durante el período de vacaciones de fin de año. Los nuevos casos diarios en el mes de diciembre se ubicaron por encima de los 10 mil, 30% más alto que el registro de noviembre, mientras que la tasa de positividad de las pruebas aumentó a alrededor del 30%, lo que indica que la propagación del virus es mucho mayor que la cifra oficial. Se volvieron a introducir restricciones a la movilidad en varias ciudades, incluyendo toques de queda. En Bogotá, Medellín y Cali, donde las tasas de ocupación de camas UCI se encuentran por encima del 85% de la capacidad, se emitió una alerta roja hospitalaria, suspendiendo procedimientos no urgentes. La reintroducción de las restricciones a la movilidad es un cambio con respecto a la estrategia de seguimiento de casos individuales y las medidas selectivas adoptadas por el Gobierno desde septiembre, cuando el país puso fin a la prolongada cuarentena obligatoria.

Colombia amplió su suministro de vacunas, con el objetivo de aplicarlas a partir de febrero. El país logró acuerdos con las compañías farmacéuticas Pfizer, AstraZeneca y Johnson & Johnson para suministrar vacunas contra el COVID-19, más allá de los 20 millones de dosis aseguradas a través de la plataforma Covax Facility. En resumen, Colombia ha logrado acuerdos por lo que se vacunaría a 29 millones

de personas, cubriendo casi el 60% de la población total. El proceso de vacunación incluye dos fases. El primero comenzaría en febrero y se centra en vacunar a los trabajadores de la salud, a los mayores de 60 años, a los docentes y a los que tienen enfermedades preexistentes (un grupo inicial de poco más de 11 millones de personas). En la segunda fase, se vacunaría a las personas sin enfermedades preexistentes y la fuerza laboral restante. Según el Ministerio de Salud, la mayor parte de las vacunas se aplicarán entre fines del 2T y el 3T21, mientras que el país continuará negociando con las empresas para adquirir más dosis para cubrir al menos 34,2 millones de personas, con el fin de tratar de alcanzar la inmunidad de rebaño (68% de la población total).

Récord de casos



Fuente: Ministerio de Salud

Reforma fiscal en el panorama

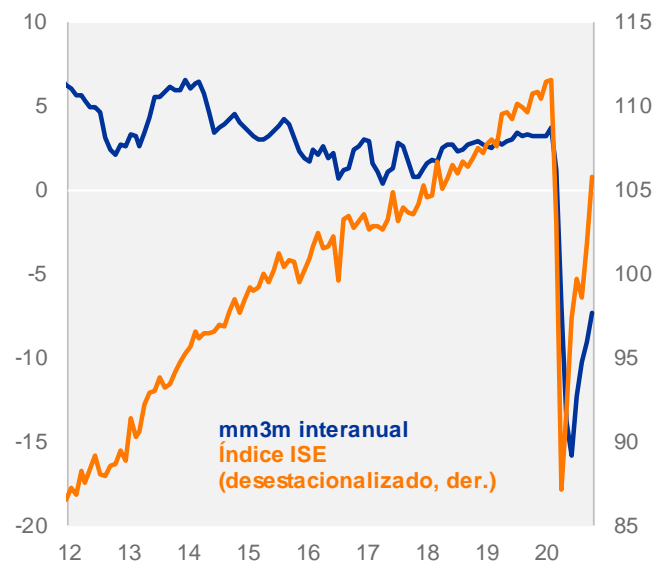
Es probable que se presente una reforma fiscal destinada a aumentar la recaudación de ingresos en un 2% del PIB durante el 1S21. Las recomendaciones del Comité Fiscal de febrero serán un aporte clave para cualquier propuesta. Para alcanzar la ambiciosa meta del 2% del PIB (las recientes reformas generaron menos del 1%), es fundamental la eliminación de las exenciones del IVA. Según el Gobierno, se gastan 75 billones de pesos en exenciones del IVA (la reforma apunta a generar unos 20 billones de pesos). Por otro lado, el ministro de Hacienda Carrasquilla descartó la privatización de las empresas estatales.

Es necesaria una reforma fiscal estructural para evitar la pérdida de la calificación de grado de inversión del país. Moody's confirmó la calificación de la deuda a largo plazo de Colombia en Baa2, pero revisó la perspectiva de estable a negativa. Fitch y S&P mantuvieron la calificación de Colombia un nivel más bajo, en BBB- (el nivel de grado de inversión más bajo) con perspectiva negativa. El reducido capital político del Gobierno, las dificultades económicas reinantes en medio de la pandemia y la proximidad de las elecciones en 2022 probablemente impedirán que los legisladores apoyen medidas políticamente impopulares (como la eliminación de ciertas exenciones del IVA). Como resultado, es más probable que se apruebe una reforma diluida que una más completa, lo que podría traer consigo nuevos recortes de la calificación.

La recuperación de la actividad avanzó al comienzo del 4T20, mientras que la inflación cerró el año por debajo de la meta

La actividad durante noviembre mostró una recuperación. El indicador de actividad coincidente (ISE) cayó 3,4% interanual, mejorando desde una contracción de 4,5% el mes anterior. La actividad se vio impulsada por el comercio y la manufactura, mientras que los servicios (transporte y hotelería) siguen teniendo una importante incidencia a la baja. En el margen, la actividad registró un alza de 1,2% con respecto a octubre, lo que generó un aumento trimestral de 28,7% (anualizado y desestacionalizado; +39,5% en el 3T20 y -49% en el 2T20). En resumen, la actividad económica se sitúa aproximadamente 4% por debajo de los niveles previos a la pandemia.

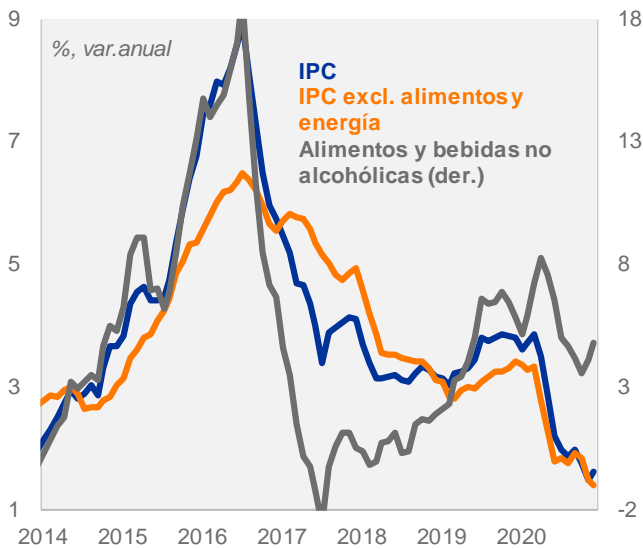
Recuperación de la actividad



Fuente: DANE

Después de varios meses de sorpresas a la baja, los precios al consumidor se aceleraron en diciembre. La inflación general subió desde 1,49% interanual en noviembre a 1,61%, cerrando 2020 aún por debajo del límite inferior del rango alrededor de la meta del 3% del Banco de la República, por primera vez en siete años (3,80% en 2019). Mientras tanto, la inflación subyacente anual (excluidos los precios de los alimentos) en 2020 fue de 1,03%. Si bien parte de la menor inflación puede atribuirse a diversos subsidios y exenciones fiscales en medio de la pandemia, las presiones inflacionarias siguen siendo limitadas más allá de estas medidas gubernamentales.

Inflación subyacente moderada



Fuente: DANE, Itaú.

En diciembre, una Junta dividida en el Banco de la República votó a favor de mantener la tasa de política sin cambios en 1,75%. Una minoría en la Junta (2 de 7) cree que se justifica una mayor flexibilización en un escenario de inflación inferior a la esperada que posiblemente se deba a una brecha negativa del producto mayor de lo que se estima actualmente. Mientras tanto, la mayoría de los miembros de la Junta Directiva apuntan a que las expectativas de inflación ancladas a mediano plazo son una señal de que la actual postura expansiva es suficiente para garantizar la convergencia de la inflación a la meta. Además, este grupo temía que los cambios frecuentes a la postura de la tasa (en cualquier dirección) implicarían inestabilidad política.

Los riesgos apuntan a una mayor flexibilización

Mientras la actividad avanzaba en línea con las expectativas, la implementación de mayores restricciones a la movilidad durante fines de diciembre y enero implica una interrupción al impulso de crecimiento en el 1T21. Sin embargo, el aumento de los precios del petróleo, el estímulo sostenido de la política monetaria y la implementación del plan de vacunación apoyan un eventual crecimiento

más alto de lo que habíamos estado estimando anteriormente. Como resultado, mantuvimos nuestra proyección de un aumento del PIB de 5% para el año (caída de 7% en 2020).

Las exportaciones más débiles de materias primas al cierre de 2020 nos llevaron a revisar nuestra expectativa de déficit de cuenta corriente a 3,4% del PIB para 2020 (3,2% anteriormente). Sin embargo, una perspectiva más favorable para los precios del petróleo nos lleva a estimar que el déficit de cuenta corriente se mantendría en 3,4% este año (0,2 p.p. más bajo que en nuestro escenario anterior). En este contexto, ahora prevemos un tipo de cambio para fin de año en 3.400 pesos/dólar para fines de este año (3.560 anteriormente).

A medida que la recuperación de la actividad se consolida a lo largo del año y se eliminan los subsidios, se espera que la inflación converja gradualmente a la meta. Sin embargo, ahora esperamos una inflación de 2,8% para fin de este año, teniendo en cuenta el desempeño esperado de la moneda. Además, los riesgos parecen apuntar a la baja dada la posibilidad de que se prolonguen las medidas de distanciamiento social, que además de debilitar la demanda pueden llevar a que se vuelvan a introducir subsidios al consumo.

Mantenemos por ahora nuestra proyección de tasa de interés estable en 1,75% durante un período prolongado, al tiempo que retrasamos el inicio esperado del ciclo de normalización desde el cierre de este año a 2022. Teniendo en cuenta el balance de riesgos para la inflación y el hecho de que algunos miembros de la Junta Directiva ya están votando por un recorte de la tasa, no se puede descartar una flexibilización adicional.

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	3,5
PIB nominal - USD mil millones	294	282	311	333	324	274	307	343
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	6.619
Tasa de desempleo - media anual	8,9	9,2	9,4	9,7	10,5	16,0	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	3.400	3.400
Balanza comercial - USD mil millones	-15,6	-11,1	-6,1	-7,1	-10,8	-9,0	-8,0	-6,0
Cuenta corriente - % PIB	-6,3	-4,3	-3,3	-3,9	-4,3	-3,4	-3,4	-3,3
Inversión extranjera directa - % PIB	4,0	4,9	4,4	3,5	4,5	2,7	3,7	4,1
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	65,7	65,0

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

- Este informe fue elaborado y publicado por el Departamento de Investigación Macroeconómica de Itaú Unibanco S.A. ("Itaú Unibanco"). Este informe no es un producto del Departamento de Análisis de Acciones de Itaú Unibanco o Itaú Corretora de Valores SA y no debe considerarse como un informe de análisis a los efectos del artículo 1 de la Instrucción CVM 483 del 6 de julio de 2010.
- Este informe está destinado únicamente a proporcionar información macroeconómica y no constituye y no debe interpretarse como una oferta de compra o venta o como una solicitud de una oferta para comprar o vender cualquier instrumento financiero o para participar en una estrategia determinada de negocios en cualquier jurisdicción. La información contenida en este informe fue considerada razonable al momento de su publicación y se obtuvo de fuentes públicas que se consideraron confiables. Sin embargo, Itaú Unibanco no ofrece ninguna seguridad o garantía, ya sea expresa o implícita, en cuanto a la integridad, confiabilidad o exactitud de esta información. Este informe tampoco pretende ser una lista completa o resumida de los mercados o desarrollos que se abordan en él. Las opiniones, estimaciones y proyecciones expresadas en este informe reflejan la opinión actual del analista responsable del contenido de este informe en la fecha de su publicación y, por lo tanto, están sujetas a cambios sin previo aviso. Itaú Unibanco no tiene la obligación de actualizar, modificar o enmendar este informe e informar al lector.
- Las opiniones expresadas en este informe reflejan con precisión, única y exclusivamente las visiones y opiniones personales del analista a cargo y fueron producidas de manera independiente e autónoma, incluso en relación con Itaú Unibanco, Itaú Corretora de Valores SA y otras compañías del grupo económico de Itaú Unibanco.
- Este informe no puede reproducirse ni redistribuirse a ninguna otra persona, en su totalidad o en parte, para ningún propósito sin el consentimiento previo por escrito de Itaú Unibanco. Información adicional sobre los instrumentos financieros discutidos en este informe está disponible a pedido. Itaú Unibanco y / o cualquier otra compañía de su grupo económico no es responsable y no será responsable de ninguna decisión, inversión o de otro tipo, basada en los datos aquí divulgados.

Nota adicional: Este material no tiene en cuenta los objetivos específicos, la situación financiera o las necesidades de ningún cliente en particular. Los clientes deben obtener asesoramiento financiero, legal, contable, económico, crediticio y de mercado individual en función de sus objetivos y características personales antes de tomar cualquier decisión basada en la información aquí contenida. Al acceder a este material, usted reconoce que conoce las leyes de su jurisdicción con respecto a la provisión y venta de productos de servicios financieros. Usted reconoce que este material contiene información de propiedad exclusiva y acepta conservar esta información únicamente para su uso exclusivo. También confirma que comprende los riesgos relacionados con el mercado discutidos en este material.

Por consultas, sugerencias, quejas, críticas y cumplidos, comuníquese con el SAC de Itaú: 0800 728 0728. O contáctenos a través de nuestro portal <https://www.itaub.com.br/atenda-itaub-para-voce/>. Si no está satisfecho con la solución propuesta, comuníquese con el Defensor del Pueblo Corporativo de Itaú: 0800 570 0011 (de lunes a viernes de 9.00 a 18.00 hs.) o a nuestro correo postal a 67.600, São Paulo-SP, CEP 03162-971. Deficientes auditivos, todos los días, las 24h, al 0800 722 1722.

Información relevante para Colombia

La información contenida en este informe fue producida por Itaú Corpbanca Colombia S.A, a partir de las condiciones actuales del mercado y las recientes coyunturas económicas, basada en información y datos obtenidos de fuentes públicas, que se consideran fidedignas, pero cuya veracidad no se garantiza. Esta información no constituye y, en ningún caso, debe interpretarse como una oferta de negocio jurídico o solicitud para comprar o vender algún instrumento financiero, o para participar en una estrategia de negocio en particular en cualquier jurisdicción. Toda la información y estimaciones que aquí se presentan derivan de nuestros estudios internos y pueden ser modificadas en cualquier momento sin previo aviso. Itaú Corpbanca Colombia S.A. no asume ningún tipo de responsabilidad legal por las decisiones de inversión basadas en la información contenida y divulgada en este documento. Asimismo, el presente documento de análisis no puede entenderse como asesoría en los temas que trata por parte de quien lo recibe.

Este informe fue preparado y publicado por el equipo de Itaú Análisis Económico de Itaú Corpbanca Colombia S.A. Este material es para uso exclusivo de sus receptores y su contenido no puede ser reproducido, publicado o redistribuido en ninguna forma, en todo o en parte, sin la autorización previa de Itaú Corpbanca Colombia S.A.