

Escenario macro - Colombia



Escenario Macro | 17 de febrero de 2021

Economía global

La vacunación apoyaría un crecimiento global sincronizado; la Fed sigue siendo cauta, aunque actuaría antes de lo previsto 2

El mayor estímulo fiscal, junto con la flexibilización de las condiciones financieras y el control de la pandemia mediante la vacunación, impulsarán el crecimiento en EE.UU.

Colombia

La baja inflación justifica un estímulo monetario prolongado..... 8

El lento inicio del año se ve contrarrestado por el impacto positivo del estímulo monetario, el programa de vacunación y el aumento de los precios del petróleo.

Revisión de Escenario

Mundo

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	6,9	6,6	4,3	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	5,00	4,75
Tasas de interés (dic) - %	3,50	3,50	5,00	3,50
IPCA (%)	3,8	3,6	3,3	3,3

Argentina

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	5,5	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	3,5
COP / USD (dic)	3450	3400	3550	3400
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 - %	4,0	4,0	4,0	4,0
PYG / USD (dic)	7000	7000	7150	7150
Tasas de interés (dic) - %	2,00	2,00	4,00	4,00
IPC - %	3,0	3,0	4,0	4,0

América Latina y el Caribe

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

México

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	6,0	5,0	3,0	3,0
MXN / USD (dic)	19,00	19,00	19,50	19,00
Tasas de interés (dic) - %	3,50	3,50	3,50	3,50
IPC - %	3,5	3,2	3,3	3,3

Chile

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	6,5	6,0	3,2	3,2
CLP / USD (dic)	730	730	730	730
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 - %	10,7	11,2	4,5	4,0
PEN / USD (dic)	3,50	3,50	3,60	3,50
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	46,00	46,25	48,00
Tasas de interés (dic) - %	5,50	8,00	6,00	7,00
IPC - %	7,0	8,0	6,0	6,5

Economía global

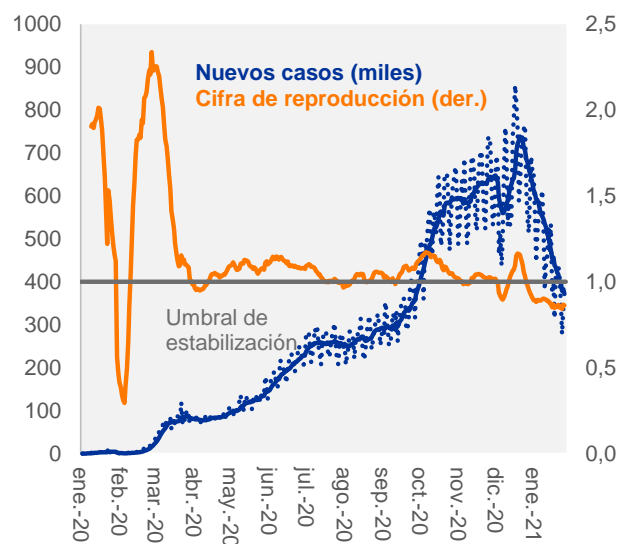
La vacunación apoyaría un crecimiento global sincronizado; la Fed sigue siendo cauta, aunque actuaría antes de lo previsto

- ▶ La oferta mundial de vacunas aumentará considerablemente en el 2T-3T. Europa y los mercados emergentes (ME) están rezagados, aunque recuperarán terreno con el tiempo. Los riesgos para la eficacia de las vacunas frente a nuevas cepas son mayores para los mercados emergentes que para los desarrollados (MD).
- ▶ Ahora esperamos que el PIB de Estados Unidos crezca 6,7% (desde 5,5%) en 2021 y 4,2% (desde 3,0%) en 2022 debido a un mayor impulso fiscal; la inflación aumentará y llevará a la Fed a moderar compras de activos en 2022 y aumentar tasas en el 1T23, posiblemente antes.
- ▶ Los aislamientos en Europa continúan restringiendo la actividad en el 1T21, pero la mejora del ritmo de vacunación en el segundo trimestre debería permitir la reapertura.
- ▶ China tendría un aterrizaje suave, con la eliminación gradual del estímulo. Preveamos un crecimiento del PIB en 8,5% este año (desde 2,3% en 2020) y 5,0% en 2022.
- ▶ El rendimiento de los bonos a 10 años aumentaría a 1,70% (1,55% anteriormente) en diciembre de 2021 y 2,30% (1,80% anteriormente) en diciembre de 2022. El dólar permanecerá contenido en 2021, a medida que el crecimiento global sincronizado repunta y la Fed se mantiene cauta. Sin embargo, preveamos un dólar más fuerte (alza de alrededor del 4% frente a una amplia canasta, euro a 1,15, yuan chino 6,75) en 2022, mientras la Fed prepara los mercados para alzas de la tasa a principios de 2023.
- ▶ América Latina: divergencia en las tasas de interés. Las presiones inflacionarias en Brasil son mayores que en el resto de la región y probablemente desencadenarán el inicio de un ciclo de alzas en marzo, mientras que el Banxico reanudó un ciclo de flexibilización y el Banco Central de Colombia está considerando hacer lo mismo.

Vacunas: la oferta aumentará considerablemente en el 2T-3T

Los casos a nivel mundial de COVID-19 están cayendo a medida que el invierno (hemisferio norte) y los brotes por las vacaciones se disipan. En Estados Unidos, los casos y las hospitalizaciones están disminuyendo en casi todos los estados y, aunque las muertes siguen siendo altas, probablemente comenzarán a disminuir pronto. En Europa, se han frenado los recientes rebotes del virus, pero los gobiernos se encuentran agobiados por la eliminación de las restricciones, principalmente en Alemania y el Reino Unido (ver análisis a continuación), para evitar nuevas olas. La mayoría de las demás regiones del mundo también están experimentando una desaceleración del contagio.

Tendencia a la baja de casos de COVID-19 a nivel mundial

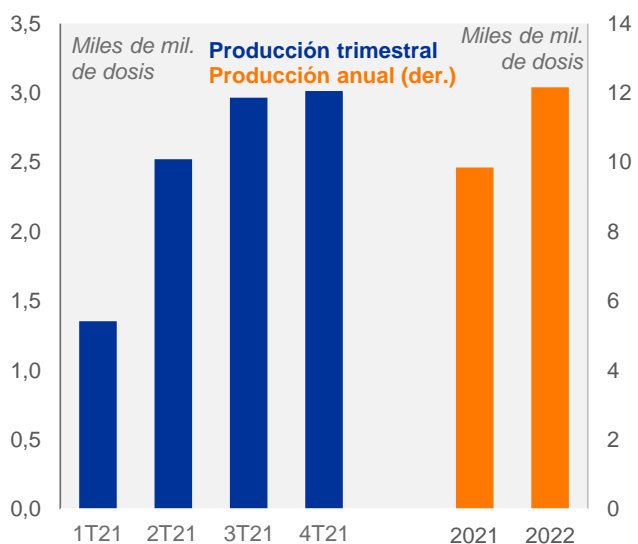


Fuente: Johns Hopkins

La oferta mundial de vacunas aumentará considerablemente en el 2T-3T La producción mundial de vacunas contra el COVID-19 aumentará a 2,5 mil millones de dosis en el 2T21 y a 3 mil millones

en el 3T21, frente a 1,5 mil millones en el 1T21. La producción alcanzará los 4 mil millones en el 1S21 y 6 mil millones en el 2S21 (total para 2021: 10 mil millones). Para el 4T21, la capacidad total será suficiente para producir cerca de 12 mil millones de dosis al año y vacunar a toda la población mundial (cada año) a partir de 2022 (ver gráficos).

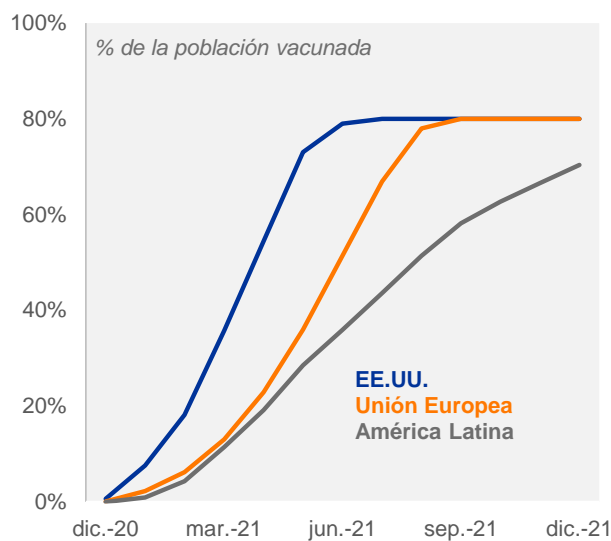
La producción mundial de vacunas aumentará considerablemente



Fuente: Itaú

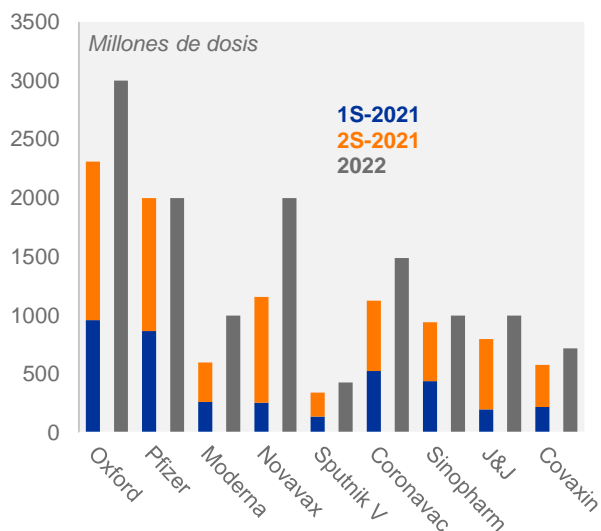
En Estados Unidos, se están vacunando 1 millón de personas por día y el ritmo podría acelerarse aún más con un suministro adicional. La Unión Europea está teniendo retrasos, pero la vacunación se acelerará en el 2T21, alcanzando a Estados Unidos en julio. La vacunación en los países emergentes, y en particular en América Latina, sólo alcanzará los niveles EE.UU./UE en el 2S21 (ver gráfico).

Europa se pondría al día a mediados de año, América Latina para el 4T



Fuente: Itaú

Capacidad de producción mundial



Fuente: Itaú

La vacunación en Europa alcanzará a los Estados Unidos a mediados de año, pero los ME recién se pondrían al día en el 2S21. El Reino Unido está en vías de vacunar al 40% de su población para marzo.

Todas las vacunas son efectivas contra la cepa del Reino Unido (la variante predominante en los MD), aunque existen dudas sobre la eficacia de la vacuna AstraZeneca frente a la cepa sudafricana (más relevante para los ME). Los datos recientes mostraron que las vacunas son eficaces contra la cepa del Reino Unido (B117), mientras que la mayoría también son eficientes frente a la cepa sudafricana (B.1.351), aunque a una tasa menor -la principal incertidumbre es la eficacia de la vacuna Oxford/Astrazeneca contra esta cepa, ya que los resultados preliminares mostraron que su efectividad está muy por debajo del 50%. Esto parece ser menos problemático para las economías de los MD, ya que la cepa dominante en Estados Unidos y Europa probablemente será la británica. Una vez que la cepa sudafricana llegue a las costas de MD - probablemente recién en el 2S21- la vacuna AstraZeneca podría adaptarse para combatirla. Sin embargo, los ME están más expuestos a la cepa de Sudáfrica (la nueva cepa de Manaos podría presentar riesgos similares) y tendrán una menor proporción de su población vacunada en el 1S21, aumentando así la exposición a la altamente transmisible cepa británica.

Además, los MD podrían comenzar una tercera dosis de vacunas en algún momento de este año para combatir nuevas cepas, lo que posiblemente podría limitar el potencial suministro a los ME.

EE.UU.: mayor crecimiento, inflación al alza, la Fed reduciría el estímulo en 2022 y subiría las tasas en el 1T23

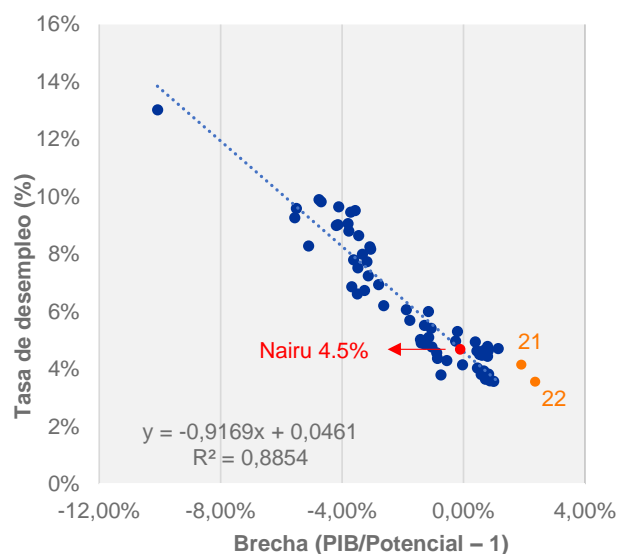
Es probable que el Congreso apruebe un nuevo estímulo fiscal de 1,5 billones de dólares a través del proceso de reconciliación. Prescindiendo del paquete bipartidista que esperábamos que llevase a un proyecto de ley de estímulo menor (700 mil millones de dólares), los demócratas del Congreso optaron por presentar un paquete más grande para iniciar el proceso de reconciliación, que no necesita votos republicanos para su aprobación. Este nuevo paquete, que probablemente se apruebe en marzo, se suma al paquete de 900 mil millones de dólares aprobado en diciembre pasado.

El mayor estímulo fiscal, junto con la flexibilización de las condiciones financieras y el control de la pandemia mediante la vacunación, impulsarán el crecimiento. La ayuda fiscal probablemente ascenderá a 850 mil millones de dólares en transferencias a los hogares, lo que impulsará un crecimiento muy fuerte del consumo a lo largo del año. Las flexibles condiciones financieras apoyadas por la política expansiva de la Fed y la normalización económica gracias a la vacunación, principalmente a partir del 2T21, también darán un importante impulso a la actividad.

Revisamos nuestra proyección de crecimiento del PIB a 6,7% (desde 5,5%) para 2021 y 4,2% (desde 3,0%) para 2022.

Un mayor crecimiento debería ayudar a cerrar la brecha del producto en el 3T21, con un desempleo que alcanzará 4,2% en diciembre de 2021 y 3,8% en diciembre de 2022. El PIB superará los niveles anteriores al COVID en el 2T21 y las tendencias de crecimiento previas al COVID (PIB potencial) para el 3T21. El desempleo caerá por debajo del 4,0% en 2022 y quedará por debajo de la mayoría de las estimaciones de la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (Fed/SEP: 4,1%, CBO: 4,5%, ver gráfico).

Brecha del producto y tasa de desempleo



Fuente: BLS, CBO

Esperamos que la inflación subyacente (PCE) supere el 2,0% en 2022, con un desempleo inferior al 4,0%, precios de materias primas sostenidos y un nuevo aumento de las expectativas de inflación. Después de la crisis financiera internacional, la inflación subyacente en Estados Unidos se mantuvo por debajo de 2,0%, al principio en 2011-13 debido a la gran brecha de producción, luego en 2014-19 debido al débil crecimiento global y las materias primas (junto con un dólar fuerte) y una caída en las expectativas de inflación a largo plazo de Estados Unidos (una vez más debido al débil crecimiento mundial y la incidencia de la baja inflación persistente en Estados Unidos). Es probable que en los próximos dos años se produzca una reversión cíclica parcial de estas condiciones (ver cuadro). En primer lugar, la tasa de desempleo vuelve a caer por debajo de la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación. En segundo lugar, el crecimiento mundial y los precios de las materias primas se mantendrán mediante la vacunación y las políticas de flexibilización monetaria en todo el mundo. Por último, el marco de meta de inflación promedio flexible de la Fed probablemente ayudará a volver a anclar las expectativas de inflación a los niveles anteriores a 2014. Esperamos que la inflación subyacente, hoy en 1,5% interanual, aumente a 1,9% a fines de este año y 2,3% para fines de 2022.

% Var. anual	Coef	2011-13	2014-19	2021	2022
Brecha de producción (U3-Nairu)	-0,1	3,4%	0,1%	0,8%	-0,6%
Petróleo (WTI)	0,004	96	60	55	63
Expectativas inflacionarias (Activos)	0,8	2,6%	2,1%	2,4%	2,6%
Modelo		1,7%	1,6%	1,9%	2,3%
PCE subyacente		1,7%	1,6%		
Bienes subyacentes		0,0%	-0,7%	0,2%	0,4%
Servicios		2,2%	2,4%	2,8%	3,0%

Fuente: Itaú

La Fed comenzará a reducir su programa de compra de activos a principios de 2022 y a aumentar la tasa interbancaria (FFR por sus siglas en inglés) en el 1T23. Las alzas previstas para el 3T23 deberían implementarse antes. Esperamos que en 2022 se alcancen tres condiciones principales para que la Fed comience a subir la FFR a principios de 2023: (i) inflación subyacente por encima de 2,0%; (ii) desempleo por debajo de 4,0%; y (iii) expectativas de inflación a largo plazo de vuelta a los niveles de 2011-13 medidas, por ejemplo, por el umbral de rentabilidad a 5 años (ver gráfico). Consideramos que esta última condición es un umbral importante para que la Fed juzgue el éxito de su marco de meta de inflación promedio flexible. Preveemos que el riesgo apunta a aumentos de la tasa de interés incluso previos, ya que la inflación podría sorprender al alza y los exuberantes precios de los activos o la toma de riesgos podría aumentar las preocupaciones de estabilidad financiera.

La expectativa de inflación sigue por debajo de los niveles de 2011-13

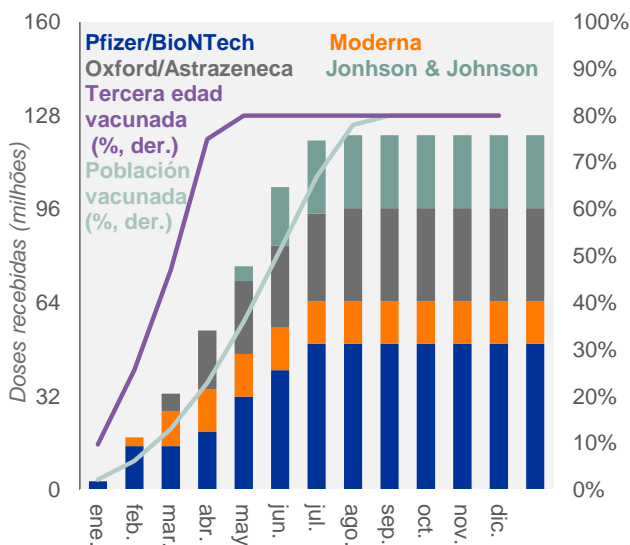


Europa: los aislamientos aún restringen la actividad en el 1T21, aunque el ritmo de vacunación mejorará en el 2T y permitirá la reapertura

La actividad económica fue mejor de lo previsto en la zona del euro a fines de 2020, aunque los aislamientos prolongados generan una perspectiva complicada en el inicio de 2021. La contracción del PIB fue menor de lo previsto en la mayoría de los países (-0,7% trimestral frente a la previsión de -2,7% del consenso en diciembre), lo que indica que la economía se ha vuelto más resiliente a las restricciones. Sin embargo, las prolongadas restricciones seguirán perjudicando la actividad económica en el primer trimestre del año.

La aceleración del despliegue de la vacuna permitirá la reapertura completa e impulsará la actividad para un repunte en el 2T. El proceso de vacunación ha sido decepcionante en Europa, ya que países miembros quedaron muy por detrás de otras economías desarrolladas como Estados Unidos y el Reino Unido. Como resultado, las restricciones se mantuvieron durante un período más prolongado. A medida que las empresas compensan los retrasos en las entregas y más compañías empiezan a suministrar dosis, la vacunación se acelerará y permitirá una eliminación gradual de las restricciones. Seguimos estimando el crecimiento del PIB de la zona del euro en 5,0% en 2021, aunque el riesgo de que se prolonguen los aislamientos hasta el 2T plantea un riesgo a la baja para nuestra previsión.

La vacunación de la UE se aceleraría a medida que aumente el suministro



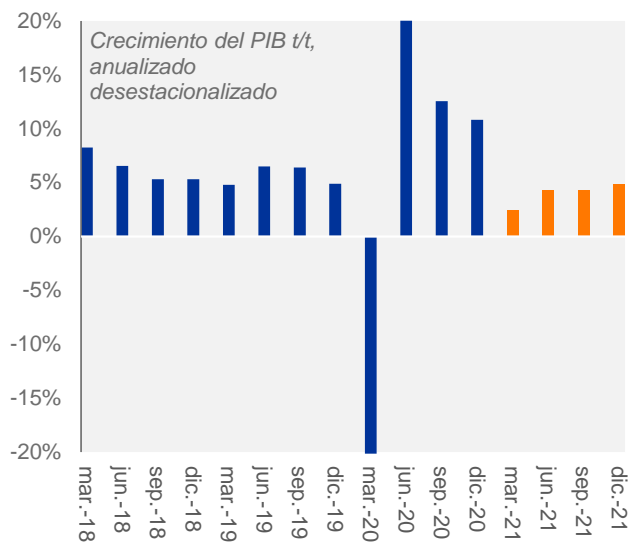
China: aterrizaje suave, con eliminación gradual del estímulo.

Los recientes brotes locales del virus y las restricciones de viaje durante el Año nuevo lunar no cambian las perspectivas para el año. Un brote del virus en las provincias del noreste en enero desencadenó restricciones de viaje y locales para las próximas vacaciones del Año nuevo lunar (11 al 17 de febrero). La situación de COVID-19 ya está bajo control debido a la mejora de la tecnología de pruebas y seguimiento. Por lo tanto, esperamos un rápido repunte de los servicios turísticos y afines a mediados de febrero.

La actividad que vuelve a los niveles previos al Covid abre la posibilidad de una eliminación gradual del estímulo. El crecimiento del PIB en el 4T alcanzó 6,5% interanual, lo que llevó el registro del año completo a 2,3%. El desglose mostró una mayor normalización en servicios y consumo. A medida que la economía retomó su senda previa al COVID, las autoridades se están concentrando ahora en una contracción anticíclica para frenar los riesgos financieros. Preveamos un ritmo gradual y flexible de eliminación del estímulo.

Proyectamos un PIB en 8,5% en 2021 y 5,0% en 2022; una gradual contracción no descarrilará el crecimiento. 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. Sin embargo, vale la pena señalar que el crecimiento se desacelerará en el 1T y estará levemente por debajo de su potencial en el 2T-3T hasta que se normalice completamente en el 4T21 (ver gráfico).

Crecimiento chino se desaceleraría en 2021



Fuente: NBS, Itaú

Tasas altas tasas en EE.UU., dólar contenido en 2021, aunque fuerte en 2022

El rendimiento de los bonos a 10 años aumentaría a 1,70% (1,55% anteriormente) en diciembre de 2021 y 2,30% (1,80% anteriormente) en diciembre de 2022. El mayor crecimiento estadounidense, la recuperación en el resto del mundo, el aumento de la inflación y la eliminación del estímulo antes de lo esperado por parte de la Fed nos llevaron a revisar nuestras estimaciones para el rendimiento de los bonos a 10 años al alza.

A pesar de los mayores rendimientos, el dólar permanecería contenido en 2021, a medida que aumenta el crecimiento global sincronizado y la Fed se mantiene cauta. Como se mencionó anteriormente, la normalización del crecimiento mundial continuará con la aceleración de la vacunación en la mayoría de los países. También es probable que la Fed mantenga el sesgo expansivo, al menos durante el 1S21, y recién debería iniciar discusiones sobre recortes en el 4T21.

Sin embargo, preveamos un dólar más fuerte en 2022 mientras la Fed prepara los mercados para alzas de tasa a principios de 2023. Ahora esperamos un entorno mundial más fuerte del dólar en 2022, con una apreciación de alrededor del 4% frente a una amplia canasta, con el euro en 1,15 (desde 1,25) y el yuan chino en 6,75 (desde 6,50).

América Latina: divergencia en las tasas de interés.

Continuamos esperando un crecimiento por sobre la tendencia en la región este año, favorecido por un efecto de estadístico positivo, una política monetaria expansiva y un robusto crecimiento mundial (que está mejorando los términos de intercambio de la región). De hecho, hemos aumentado nuestras proyecciones de crecimiento para México (a 6,0%) y Chile (a 6,5%) en 2021, debido a nuestras revisiones al alza para el crecimiento de Estados Unidos y los precios del cobre, respectivamente. Sin embargo, la segunda ola de coronavirus dio lugar a nuevas rondas de medidas de distanciamiento social en la región, y los posibles retrasos en el despliegue de las vacunas, combinados con nuevas cepas del virus (más contagiosas y potencialmente resistentes a algunas vacunas), podrían retrasar la reapertura (o incluso justificar aislamientos más estrictos). lo que representa un riesgo a la baja para nuestra estimación. Dentro de la región, Brasil y Chile son los más avanzados en sus campañas de vacunación. La vacunación en Perú ha sido lenta, y el gobierno introdujo nuevas medidas de distanciamiento social tras un reciente aumento de hospitalizaciones y nuevos casos, lo que nos llevó a reducir nuestra proyección de crecimiento a 10,7%.

El bajo desempeño del real dio lugar a presiones inflacionarias en Brasil que fueron mayores que en el resto de la región, lo que probablemente

desencadenó el inicio de un ciclo de normalización de la política monetaria en marzo (con un alza de la tasa de interés de 25pb). Si bien la inflación se encuentra por sobre la meta en México, las favorables condiciones financieras (específicamente la apreciación del peso) en un entorno de amplia brecha del producto y tasas de interés reales a corto plazo todavía positivas (bastante inusual hoy en día) permitieron al Banco Central reanudar los recortes de la tasa de interés, con una reducción de 25pb en febrero. En Colombia, la inflación está muy por debajo de la meta y algunos miembros del directorio están pidiendo una mayor flexibilización. Si bien continuamos esperando que la tasa de interés en el país se mantenga sin cambios a lo largo del año, el riesgo a corto plazo apunta a una mayor flexibilización.

El esperado desempeño extraordinario de la economía estadounidense podría convertirse en un problema para la región en 2022, ya que la Fed comienza a retirar el estímulo monetario (primero a través de medidas cuantitativas). En Brasil, donde los fundamentos fiscales son los menores, hemos aumentado nuestras proyecciones para la tasa de interés para el próximo año (a 5,0% para fin de año). Para el resto de la región, mantuvimos nuestras proyecciones para la tasa sin cambios, aunque los riesgos están cambiando hacia alzas más rápidas de la tasa (especialmente en Colombia, donde el déficit de cuenta corriente es amplio y la situación fiscal se está volviendo más incómoda).

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	-3,2	6,9	4,3
EUA - %	2,9	1,6	2,4	2,9	2,4	-3,5	6,7	4,2
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	-5,5	2,2	1,8
China - %	7,1	6,9	7,0	6,7	6,1	2,3	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	1,23	1,15
YEN/USD - final del período	120,4	117,0	112,7	109,7	108,6	103,3	105,0	105,0
Índice DXY (*)	98,6	102,2	92,1	96,2	96,4	89,9	89,1	93,3
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 canadiense, franco suizo y corona sueca.

Colombia

La baja inflación justifica un estímulo monetario prolongado

- ▶ El programa de vacunación comienza el 17 de febrero, más tarde que en otras economías importantes de la región, y es probable que el proceso sea gradual dado que continúa la negociación de suministros. El objetivo del gobierno es lograr la inmunidad de rebaño antes de fin de año.
- ▶ Aunque la actividad se está recuperando gradualmente, la baja inflación convenció a algunos miembros de la Junta del Banco de la República de que se requiere un mayor estímulo. Con tres nuevos Codirectores en el directorio, las perspectivas para la tasa de interés son menos claras, lo que aumenta la probabilidad de recortes de la tasa, al menos a corto plazo.

Preparándose para la vacunación

La caída de las tasas de UCI generó la flexibilización de las restricciones a la movilidad que se habían introducido recientemente. Después de una segunda ola de contagios por coronavirus que elevó la tasa de UCI por encima del 90%, Bogotá impuso una serie de medidas que incluyeron una estricta cuarentena de dos semanas en muchos barrios, un toque de queda nocturno y restricciones a la movilidad según el documento nacional de identidad. Dada la caída de la tasa de UCI a 80%, se eliminaron la mayoría de las restricciones a principios de febrero, lo que puso fin a una respuesta a la segunda ola que fue estricta (que afectó al 70% de las operaciones comerciales en la ciudad) aunque mucho más corta que el cierre anterior.

Colombia está negociando el suministro de vacunas y el despliegue está programado para que comience a fines de este mes. El presidente Duque anunció nuevos acuerdos para obtener dosis de la vacuna COVID-19 de Moderna (10 millones) y Sinovac (2,5 millones), iniciando una campaña de vacunación masiva el 17 de febrero, más tarde que algunas de las otras economías de la región. El país había anunciado previamente acuerdos para asegurar 10 millones de dosis tanto de Pfizer como de AstraZeneca, así como 9 millones de Janssen. También garantizó 20 millones de dosis a través del programa COVAX. En líneas generales, incluidos los acuerdos más recientes, el Gobierno aseguró dosis de vacunas para inocular aproximadamente a 35 millones de colombianos (70% de la población), aunque se espera que lograr ese objetivo tome todo el año.

La venta de activos no aliviaría los pedidos de reforma fiscal

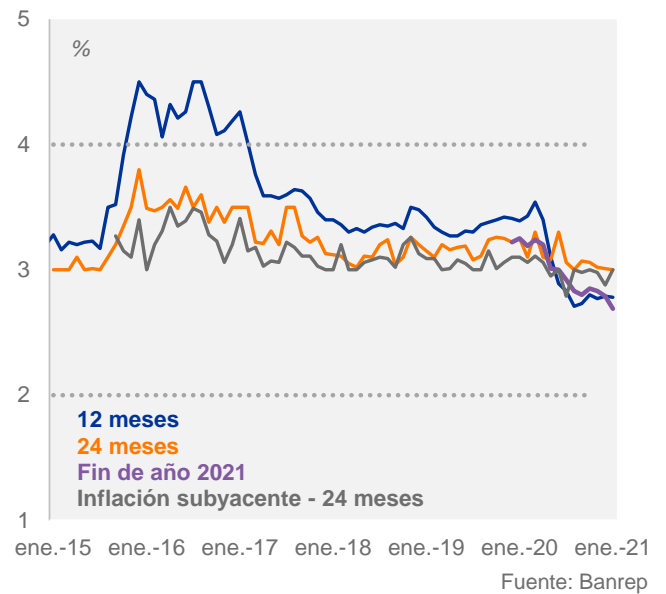
Para abordar las necesidades inmediatas de ingresos, el gobierno está analizando la venta de su participación de 51,4% en la empresa de transmisión de energía, ISA, a la petrolera Ecopetrol (estatal). Si el modelo de financiamiento es a través de una emisión de acciones (que reduciría la participación del gobierno de 88,5% al mínimo legal de 80% en Ecopetrol), la transacción sería una privatización indirecta. La venta de activos podría generar un poco más de 1% del PIB en ingresos, aunque sería un flujo excepcional, que no abordaría las deficiencias de ingresos estructurales. Mientras tanto, el limitado capital político del Gobierno (la encuesta de enero de Invamer muestra un nivel de aprobación del 36% para el presidente Duque, desde el máximo de 52% en abril de 2020) obstaculiza su capacidad para introducir una importante reforma tributaria (que aún se espera que se debata más adelante este año) y necesaria para preservar la calificación soberana del país).

La actividad continuó mejorando en el margen

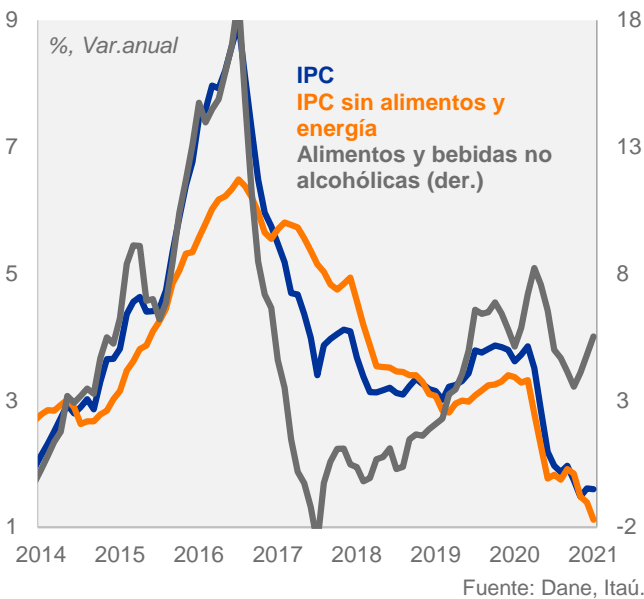
La consolidación de la reapertura económica de noviembre, junto con incentivos como una jornada sin IVA, favorecieron la actividad. El PIB se contrajo 3,6% interanual en el 4T20 con un menor descenso al estimado y recuperándose de la caída del 8,5% en el 3T20 (revisado al alza en 0,5pp) y del -15,8% en el 2T20. La construcción y la minería siguieron siendo obstáculos para la actividad, mientras que la moderación de las caídas en la industria y el comercio contribuyó a mejorar el rendimiento económico al cierre de 2020. A pesar de la mejora durante el 2S20, la economía colombiana se contrajo un significativo 6,8% el año pasado (+ 3,3% en 2019) presionada por el marcado declive en la inversión y en el comercio exterior.

Los limitados aumentos de los precios subyacentes continúan conteniendo la inflación general. El incremento de los precios de los alimentos provocó la aceleración de la inflación de los bienes no duraderos, a 2,64% en enero desde 2,10% en diciembre. Excluidos los precios de los alimentos y la energía, la inflación cayó a un mínimo histórico de 1,11% (desde 1,38% anteriormente), lo que refleja la debilidad general de la demanda interna. En el margen, estimamos que la inflación acumulada (y anualizada) en el trimestre finalizado en enero se ubicó en un mínimo de 1,8%. A pesar de la débil dinámica actual, las expectativas de inflación a mediano plazo se mantienen ancladas. La encuesta de enero del Banco de la República mostró que las expectativas de inflación para 2021 se moderaron a 2,60%, desde 2,69% anteriormente, mientras que las expectativas de inflación a dos años se mantuvieron estables en la meta de 3,0%.

Perspectivas a medio plazo ancladas



La inflación subyacente continúa con una tendencia a la baja



El informe de política monetaria trimestral del Banco Central incluye una revisión a la baja de las perspectivas de inflación y actividad, que considera respalda una postura de política monetaria expansiva durante un periodo prolongado. El personal técnico del Banco de la República considera una trayectoria para la tasa levemente por debajo de la mediana de la perspectiva de los analistas (el mercado prevé una tasa de política en 1,75% hasta noviembre, seguida de un ciclo de contracción que lleva la tasa a 3,25% para principios de 2023), así como la de la trayectoria implícita en el informe anterior, lo que sugiere que es probable que se mantenga durante algún tiempo un considerable estímulo monetario (con tasas históricamente bajas). Si bien las minutas de la reunión de política monetaria del mes pasado muestran que la mayoría de la Junta (5 de 7) se siente cómoda con el nivel actual de política monetaria en un escenario de expectativas de inflación ancladas a mediano plazo, dos de los miembros sostuvieron que la inflación baja y en desaceleración justifica una flexibilización adicional para asegurar la trayectoria de convergencia de la inflación. Uno de los votos mayoritarios también planteó preocupaciones similares, pero prefirió recopilar información adicional.

Según lo permitido por la ley, a mitad de su mandato, el presidente Duque reemplazó a dos miembros del directorio del Banco de la República, y nombró a un tercero ante la renuncia de Galindo. El segundo mandato de cuatro años de Ana Fernanda Mahiguashca concluyó este mes, mientras que el primer

mandato de Gerardo Hernández debía finalizar en marzo. Los miembros recién nombrados fueron Bibiana Taboada, una economista con maestría en administración pública que tiene amplia experiencia en temas de reducción de la pobreza y desarrollo social, y Mauricio Villamizar, economista con experiencia en política monetaria y macroeconomía que fue vicejefe de investigación en el Banco de la República antes de su nombramiento en el directorio. De seguido, Jaime Jaramillo fue designado como codirector en sustitución de Arturo Galindo. Jaramillo tiene un doctorado en Economía de la Universidad de Boston y una amplia experiencia en macroeconomía, política monetaria y aspectos financieros en organizaciones multilaterales y locales. Así, es probable que los tres asuman el cargo antes de la reunión de política monetaria del 26 de marzo. Como resultado, el directorio dará la bienvenida a cuatro nuevos miembros en el espacio de unos meses, incluido el nuevo gerente general (Villar), lo que aumentaría la incertidumbre en torno a la trayectoria a corto plazo en un momento en que el directorio ya se encuentra dividido.

Riesgo creciente de recorte de la tasa

Todavía esperamos que la economía colombiana se recupere este año, con un crecimiento de 5,0% (tras una caída de 6,8% el año pasado), ya que el lento inicio del año se ve contrarrestado por el impacto positivo del estímulo monetario, el programa de vacunación y el aumento de los precios del petróleo.

A pesar de la recuperación esperada de la demanda interna, una perspectiva benigna de los precios del petróleo respaldaría la estabilidad del déficit de cuenta corriente en (un amplio) 3,4% del PIB.

Esperamos un tipo de cambio para fin de año más débil

de 3.450 pesos/dólar para 2021 y 3.550 pesos/dólar para 2022 (desde 3.400 para ambos años, anteriormente), en un escenario en el que se proyecta un dólar más fuerte debido a las conversaciones de estímulo adicional y los riesgos fiscales internos.

Una inercia favorable, una moneda estable y una amplia brecha de producción mantendrían la inflación contenida. Esperamos que la inflación aumente gradualmente a 2,8% para fin de año (desde 1,61% en 2020) y alcance la meta a principios de 2022. El aumento de este año está relacionado en gran medida con la eliminación de medidas para hacer frente a la crisis del año pasado (subsidios a los servicios públicos y exenciones fiscales al consumidor).

Tanto la minuta de la reunión de política monetaria de enero como el informe trimestral señalan que la tasa se mantendrá baja durante un período prolongado, en 1,75%, aunque dados los cambios recientes en el directorio y la dinámica actual de la inflación, los riesgos apuntan hacia nuevos recortes de la tasa en el corto plazo. A mediano plazo, es decir, a partir de 2022, es probable que una economía estadounidense fuerte haga que la Fed elimine el estímulo monetario (primero mediante la reducción de medidas cuantitativas y luego el aumento de la tasa de política), lo que sería particularmente complicado para una economía con vulnerabilidades externas como Colombia, lo que podría obligar al Banrep a subir la tasa de interés de manera más agresiva de lo que esperamos actualmente (prevemos una tasa de política en 3,5% para fin de 2022).

**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	2,6	3,3	-6,8	5,0	3,5
PIB nominal - USD mil millones	294	282	311	334	323	271	305	330
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	5.325	5.926	6.370
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	3.450	3.550
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	-3,4	-3,4	-3,4
Inversión extranjera directa - % PIB	4,0	4,9	4,4	3,5	4,4	2,7	3,7	4,2
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	-8,9	-6,5	-4,0
Deuda pública bruta del gob. central - % del PIB	44,6	45,6	46,4	49,3	50,2	61,4	62,3	62,5

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.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.