

# Escenario macro - Colombia



Escenario Macro | 19 de julio de 2021

## Economía global

Es poco probable que la variante Delta y la Fed interrumpan la recuperación global (y de mercados emergentes) ..... 2

Es probable que una Fed atenta a los datos contenga el riesgo de inflación. Todavía esperamos una reducción gradual en el 1T22 y adelantamos nuestra estimación para la primera alza de tasa a diciembre de 2022 (desde marzo de 2023).

## Colombia

Otra reducción de la calificación ..... 9

Fitch siguió los pasos de S&P y redujo la calificación de Colombia a grado especulativo. El rápido deterioro de las cuentas fiscales, en medio de un complicado proceso de reforma tributaria y un próximo período electoral fueron factores clave que ponen en duda la capacidad de estabilizar los ratios de endeudamiento en el corto plazo.

## Revisión de Escenario

### Mundo

|         | 2021   |          | 2022   |          |
|---------|--------|----------|--------|----------|
|         | Actual | Anterior | Actual | Anterior |
| PIB - % | 6,4    | 6,4      | 4,6    | 4,6      |

### Brasil

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

### Argentina

|                        | 2021   |          | 2022   |          |
|------------------------|--------|----------|--------|----------|
|                        | Actual | Anterior | Actual | Anterior |
| PIB - %                | 6,5    | 6,0      | 2,5    | 2,5      |
| ARS / USD (dic)        | 105,00 | 110,00   | 144,00 | 151,00   |
| 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 - %                    | 6,5    | 6,5      | 3,0    | 3,0      |
| COP / USD (dic)            | 3700   | 3700     | 3700   | 3700     |
| Tasas de interés (dic) - % | 2,00   | 2,00     | 3,50   | 3,50     |
| IPC - %                    | 3,7    | 3,7      | 2,8    | 2,8      |

### América Latina y el Caribe

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

### 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) - % | 4,75   | 4,50     | 5,75   | 5,50     |
| IPC - %                    | 5,7    | 5,0      | 3,6    | 3,6      |

### Chile

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

### Perú

|                            | 2021   |          | 2022   |          |
|----------------------------|--------|----------|--------|----------|
|                            | Actual | Anterior | Actual | Anterior |
| PIB - %                    | 10,2   | 10,2     | 3,5    | 4,5      |
| PEN / USD (dic)            | 3,80   | 3,60     | 3,80   | 3,60     |
| Tasas de interés (dic) - % | 0,75   | 0,25     | 2,00   | 1,00     |
| IPC - %                    | 3,3    | 2,5      | 2,6    | 2,3      |

## Economía global

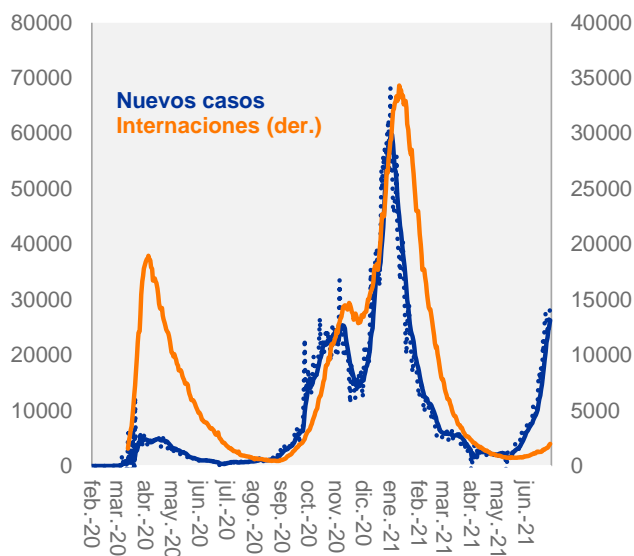
### Es poco probable que la variante Delta y la Fed interrumpan la recuperación global (y de mercados emergentes)

- ▶ El control de la pandemia se consolidará a medida que avance la vacunación, aunque de forma desigual en los Mercados Emergentes.
- ▶ Estados Unidos: Es probable que una Fed atenta a los datos contenga el riesgo de inflación. Todavía esperamos una reducción gradual en el 1T22 y adelantamos nuestra estimación para la primera alza de tasa a diciembre de 2022 (desde marzo de 2023).
- ▶ Zona Euro: Esperamos un repunte mayor y bajos riesgos políticos.
- ▶ China: El crecimiento impulsado por las exportaciones está pasando a verse impulsado por el mercado doméstico.
- ▶ Materias primas: Los precios están alcanzando su punto máximo, aunque es probable que se mantengan en niveles altos. Aumentamos nuestras estimaciones de precios para el mineral de hierro, el aceite, la soya y el maíz.
- ▶ América Latina: Eliminación anticipada del estímulo monetario.

### El control de la pandemia se consolidará a medida que avance la vacunación, aunque el proceso es desigual en los Mercados Emergentes

Es probable que los brotes repentinos de la variante Delta no impidan el control del virus, ya que las vacunas parecen ser efectivas contra los casos graves. Los casos volvieron a aumentar en algunos países, y estudios recientes demostraron que las vacunas son menos efectivas contra la variante Delta del COVID. Sin embargo, varios tipos de vacunas, incluidas las variedades de ARNm (Moderna, Pfizer) y de vectores virales (J&J, Oxford/AstraZeneca, Sputnik), siguen siendo muy eficaces en la prevención de casos graves del COVID. Es probable que los países en los que una gran parte de la población está completamente vacunada (principalmente Mercados Desarrollados) enfrenten escenarios similares al actual en el Reino Unido (ver gráfico), donde los casos están aumentando, pero las hospitalizaciones siguen siendo bajas, y los brotes no desencadenan nuevas restricciones económicas o inciden mayormente el proceso de reapertura.

En el Reino Unido, las hospitalizaciones siguen siendo bajas a pesar del aumento de casos

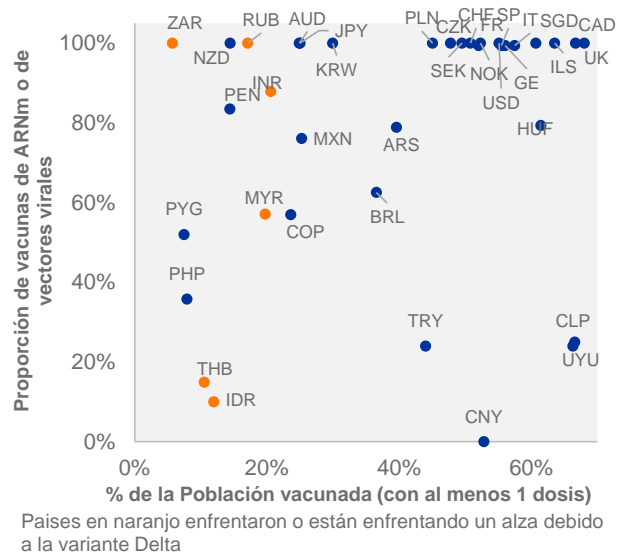


Fuentes: Johns Hopkins, NHS

Los Mercados Emergentes avanzarán en el control de la pandemia en el transcurso del segundo semestre de 2021, aunque aún habrá olas letales en las regiones donde el progreso de vacunación es lento. Esperamos un escenario positivo para los Mercados Emergentes en el 2S21 a medida que avanza la vacunación, aunque es probable que diferentes países tomen distintos caminos. Chile, Uruguay y Hungría ya están vacunados casi por completo, mientras que en algunos otros países

(principalmente en Asia) pasarán unos meses más antes de que veamos una aceleración importante. Si bien todavía existe cierta incertidumbre sobre la eficacia de las vacunas para controlar la variante Delta en los países de Mercados Emergentes que dependen de las vacunas de tipo de virus inactivo (Sinovac, Sinopharm y Covaxin), las bajas tasas de vacunación, en lugar de la efectividad, parecen ser el riesgo más importante por ahora. Rusia, Sudáfrica y el sur de Asia, regiones con bajas tasas de vacunación, ya están experimentando aumentos tanto en los casos como en las muertes debido a la cepa Delta (ver gráfico).

**La tecnología de la vacuna y la proporción de inmunización ofrecen protección contra la variante Delta**



Fuente: Ministerios de Salud, Itaú

**En América Latina, otras variantes parecen prevalecer sobre la variante Delta, al menos a corto plazo.** América Latina sigue siendo una región con mayor mortalidad por el COVID. La experiencia previa (la cepa Alfa/Reino Unido en el 4T20, las cepas Beta/Sudáfrica y Gamma/Brasil en el 1T21) muestra que es difícil que una nueva cepa se propague donde otras ya dominan y las tasas de infección son altas. Por lo tanto, consideramos que hay un menor riesgo de brote de la cepa Delta en América Latina a corto plazo. Mientras tanto, la aceleración de la vacunación podría evitar una ola mortal tardía de la variante Delta.

**Estados Unidos: Riesgo de inflación contenido gracias a una Fed atenta a los datos**

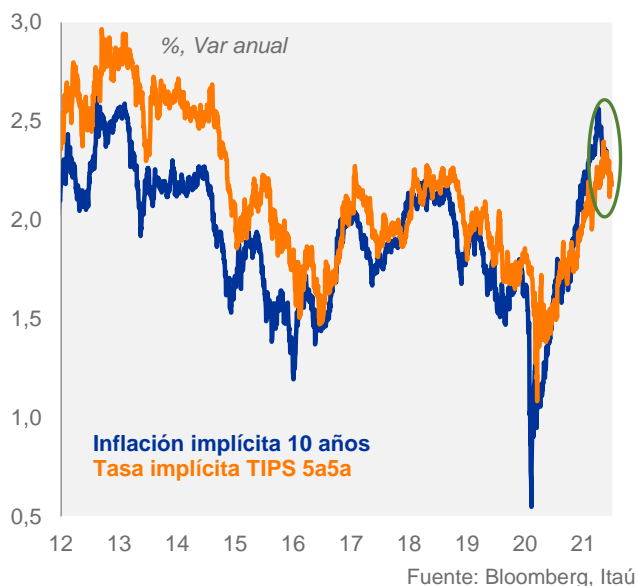
**La inflación y el crecimiento de los salarios siguen siendo elevados, aunque continúan viéndose impulsados por presiones transitorias.** El IPC subyacente subió a 3,8% interanual en mayo, mientras que el PCE subyacente aumentó a 3,4%. El repunte de la inflación sigue viéndose impulsado principalmente por precios más altos de artículos temporales más volátiles sujetos a interrupciones en el suministro, ya sea por bajos inventarios (autos usados, autos de alquiler) o por reapertura económica (vestuario, tarifas aéreas, alojamiento fuera del hogar). Por otro lado, los rubros de inflación subyacente más rígidos, como los precios de vivienda, aumentaron hasta ahora sólo levemente (el IPC del alquiler imputado al propietario de vivienda subió 2,1% interanual en mayo, tras haber aumentado 2,0% interanual en abril), y esperamos una normalización gradual a su ritmo previo a la crisis (3,3%). Los salarios (medidos por ingresos promedio por hora) también se mantuvieron bajo presión debido a la escasez temporal de mano de obra, aunque mostraron señales de desaceleración en junio (a 0,3% mensual, desde 0,4% en mayo y 0,7% en abril) que esperamos continúe en los próximos meses.

**Esperamos que el PCE subyacente cierre este año en 3,1% y luego se desacelere a 2,3% el próximo año.** Después de algunas sorpresas al alza, elevamos nuestra proyección para el PCE subyacente de Estados Unidos para este año a 3,1% (desde 2,9%), aunque mantuvimos nuestra estimación para 2022 en 2,3%, ya que para el próximo año esperamos que las presiones al alza transitorias se disipen y permitan una desaceleración.

**Para que el riesgo de inflación permanezca contenido, la Fed deberá estar atenta y reducir el estímulo en el momento adecuado; esperamos que la reducción del estímulo no convencional comience en el 1T22 y la primera alza de tasa se implemente en diciembre de 2022 (revisada desde marzo de 2023 en nuestra previsión anterior).** La Fed ha estado modificando su perspectiva, reconociendo una mayor inflación y anticipando el momento de los aumentos de las tasas de interés. En la reunión de junio, el FOMC elevó su proyección inflacionaria por encima de 2,0% para 2021, 2022 y 2023. Esta revisión de la inflación llevó a los "puntos de mediana" a mostrar dos aumentos esperados en 2023, desde cero antes de la reunión. También reveló

que la Fed se encuentra atenta a la perspectiva de mayor riesgo de inflación, que no fue un cambio a su función de reacción o su marco de meta de inflación promedio flexible, sino más bien una reacción a los datos publicados. Como resultado, las expectativas de inflación a largo plazo basadas en el mercado (medidas por la inflación implícita - ver gráfico) continuaron retrocediendo desde el máximo de abril, mostrando un riesgo de inflación más contenido. Seguimos esperando que la reducción de las compras de activos comience en el 1T22, y adelantamos nuestra estimación para la primera alza de tasa de interés a diciembre de 2022 (desde marzo de 2023) debido a la atención de la Fed. Esperamos tres alzas más para fin de 2023.

**La inflación implícita se mantuvo baja después del FOMC**



A medida que se acerca el ciclo de la Fed, vemos leves alzas para el euro. Ahora esperamos un tipo de cambio de 1,20 dólares/euro (frente a 1,22 dólares/euro anteriormente) en 2021, pero mantuvimos nuestra proyección para 2022 en 1,15 dólares/euro.

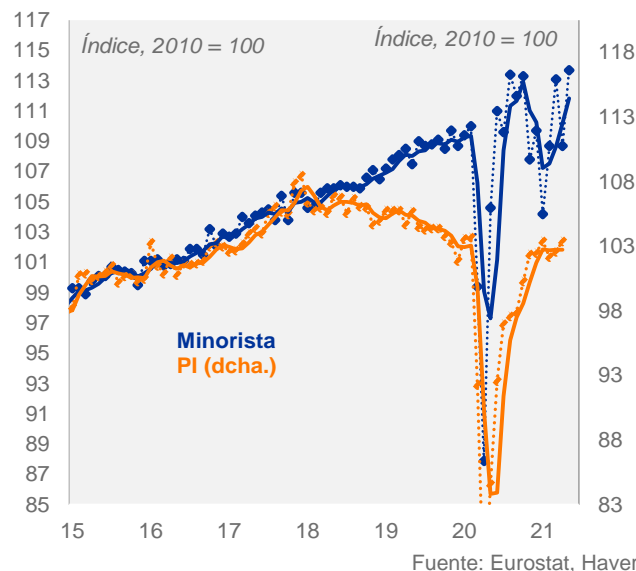
**Zona Euro: Signos de un repunte más robusto; los riesgos políticos se mantendrían bajos**

La Zona Euro parece estar recuperándose, y nuestro seguimiento del PIB indica un crecimiento trimestral de 1,8% en el 2T21. Los PMI regionales aumentaron a 60,1 en junio (desde 57,1 en mayo). Las ventas minoristas, la producción automotriz y la producción industrial aumentaron en mayo, y en

conjunto apuntan a un crecimiento trimestral del PIB de 1,8% en el 2T21 (tras un crecimiento trimestral de 0,3% en el 1T21), lo que confirma que se inició una recuperación tras el fin de las restricciones a la movilidad.

**Es probable que la recuperación continúe a medida que la reapertura se consolida y los recursos de los fondos fiscales paneuropeos comiencen a fluir.** Esperamos un crecimiento de 2,5% en el 3T21 y de 1,8% trimestral en el 4T21. Es probable que la economía europea gane impulso a medida que el sector de servicios continúe normalizándose y los sectores socialmente intensivos como el turismo reanuden sus operaciones. Los 750 mil millones de euros de los recursos del fondo de la Unión Europea de la Próxima Generación (NGEU, o fondo de recuperación) finalmente comenzarán a llegar a los países europeos a partir de julio, con una distribución de un total de 125 mil millones de euros en el primer año. Italia y España serán los mayores receptores de fondos de la NGEU, y se prevé que recibirán 192 mil millones de euros (10% del PIB) y 145 mil millones de euros (12% del PIB), respectivamente.

**Los datos duros también confirman el repunte de la Zona Euro**

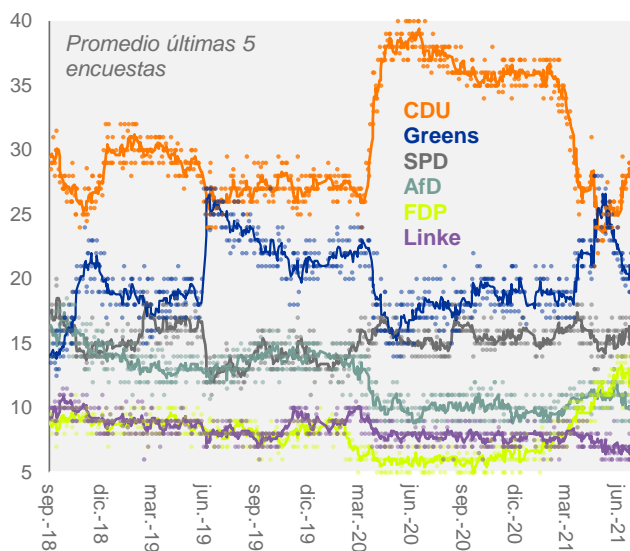


La revisión de la estrategia del BCE no cambia nuestro escenario actual de tasa negativa y baja inflación en Europa a mediano plazo. El BCE publicó su revisión de estrategia, adoptando una meta simétrica de 2,0% (opuesta a la anterior "cercana, pero por debajo de 2,0%") e indicando tolerancia para una mayor inflación en el mediano plazo frente a restricciones de

límite inferior. Además de ajustar la definición de estabilidad de precios, el BCE anunció la intención de agregar más costos de vivienda al índice de precios al consumidor (IPCA), pero reconoció que el proceso podría llevar algún tiempo y que el actual IPCA continuará siendo la meta por el momento y que el impacto del cambio sobre la inflación no es sustancial. El BCE también intensificó su compromiso climático, anunciando que el clima comenzará a ser un factor en las operaciones de política monetaria: se exigirá la divulgación climática para los activos bajo programas de compra de activos y se agregarán criterios climáticos a las compras de activos y recortes de garantías. En resumen, la revisión de la estrategia no cambia nuestro escenario actual de tasas negativas y baja inflación en Europa, ya que las actuales proyecciones de inflación apuntan a moderadas presiones inflacionarias hasta 2023.

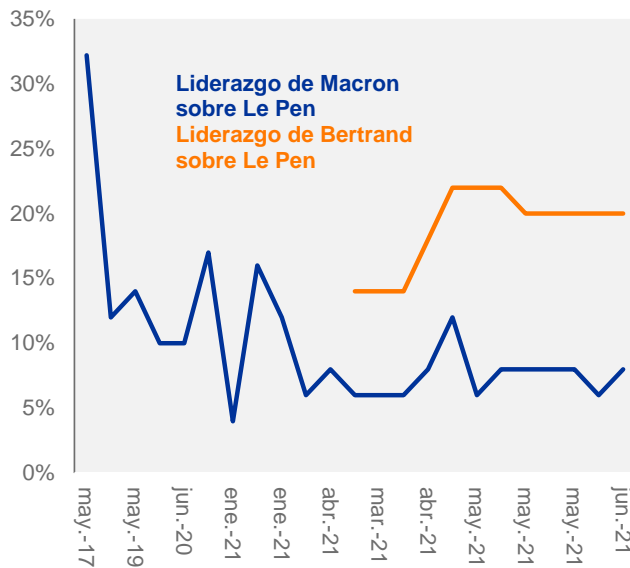
**Es poco probable que las elecciones federales en Alemania (septiembre de 2021) y Francia (abril de 2022) amenacen las perspectivas.** En Alemania, los Verdes perdieron impulso antes de las elecciones nacionales de septiembre, con una recuperación del liderazgo del CDU/CSU de Merkel. Las encuestas actuales apuntan a una coalición encabezada por el CDU/CSU, con los Verdes como socio menor. Aunque la presencia de los Verdes en la coalición cambiaría la balanza hacia una postura fiscal más expansiva, la dura retórica fiscal en el manifiesto del CDU/CSU sugiere que cualquier expansión fiscal sería modesta y no implicaría cambios en el actual freno a la deuda (endeudamiento limitado a 0,35% del PIB). En Francia, las elecciones regionales de junio no brindaron el impulso esperado a Le Pen, y las encuestas actuales continúan sugiriendo que el candidato nacionalista de derecha perdería la segunda vuelta de abril de 2022 frente a los candidatos de centro derecha (Macron o Xavier Bertrand). En estos países europeos clave, la amenaza del populismo parece estar disminuyendo.

**Elecciones alemanas (septiembre de 2021): El CDU recuperó el liderazgo, los Verdes pierden fuerza**



Fuente: Encuestas de opinión, Itaú

**Segunda vuelta de las elecciones francesas (abril de 2022): los candidatos de centro derecha vencerían a Le Pen**



Fuente: Encuestas de opinión, Itaú

**Esperamos un crecimiento del PIB en la Zona Euro de 4,9% en 2021 y de 5,2% en 2022.**

## China: El crecimiento impulsado por las exportaciones está pasando a verse impulsado por el mercado doméstico.

La actividad en China ha mostrado señales de un cambio de las exportaciones al consumo interno y los servicios. El desglose del PMI manufacturero de junio mostró una moderación en los pedidos de exportación y un incremento en los pedidos internos, lo que sugiere un cambio de la demanda externa a la interna. Hacia adelante, esperamos que el crecimiento del consumo volvería a su tendencia previa al COVID-19 a medida que los hogares reducen sus ahorros precautorios en respuesta a la disminución de la incertidumbre económica (particularmente en el mercado laboral). La recuperación del crecimiento mundial apoyará la actividad manufacturera, aunque a un ritmo más lento que en 2020. Por otro lado, es probable que el sector de vivienda pierda fuerza en el 2S21 debido a la reciente contracción de política.

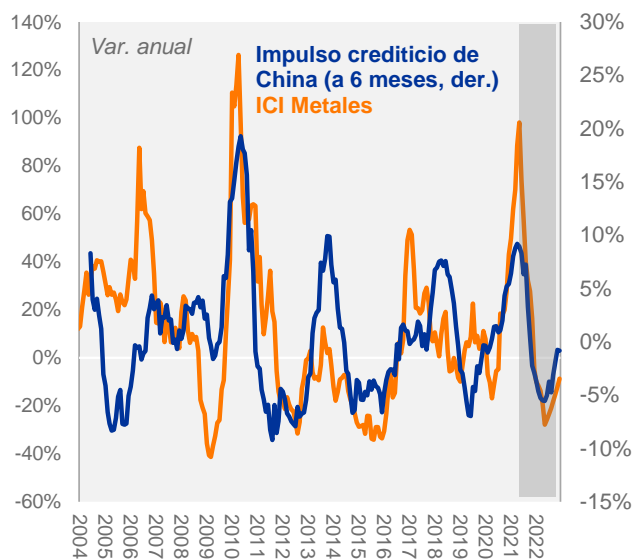
Proyectamos un crecimiento del PIB de 8,5% en 2021 y de 5,8% en 2022. Preveemos el tipo de cambio en 6,50 yuanes/dólar a fin de 2021 y 6,60 yuanes/dólar en 2022, dadas las perspectivas de un dólar global más fuerte.

**Materias primas: Los precios están alcanzando su punto máximo, aunque es probable que se mantengan altos. Revisamos nuestras previsiones para el precio del mineral de hierro, el aceite, la soya y el maíz**

**Los precios de los metales parecen disociarse parcialmente del ciclo de China.** Durante los últimos 20 años, el ciclo crediticio de China ha sido el principal impulsor de los precios de los metales. Esperamos que la reciente eliminación del estímulo en China pese sobre los precios de los metales en los próximos trimestres (ver gráfico), pero hay al menos otros tres factores importantes que probablemente actúen en dirección opuesta, ayudando a sostener la demanda y los precios. El primer factor es el significativo estímulo que se espera de la inversión en infraestructura en Estados Unidos y Europa. En segundo lugar, la política medioambiental global podría desencadenar un boom de inversiones de capital. Y tercero, es probable que las cadenas de valor globales se alejen de China a medida que los países se vuelvan menos dependientes de este país en respuesta a la guerra comercial entre Estados Unidos y China y la reciente crisis del COVID.

Ahora esperamos que el mineral de hierro cotice a 165 dólares/tonelada a fines de 2021 (anteriormente: 130 dólares/tonelada), y 120 dólares/tonelada al cierre de 2022 (anteriormente: 105 dólares/tonelada). Para el cobre, proyectamos un precio de 9,2 mil dólares/tonelada en 2021 y 9,3 mil dólares/tonelada en 2022.

### Los precios de los metales parecen disociarse parcialmente del ciclo de China



Fuentes: Haver, Itaú

**Es probable que los precios de los cereales hayan alcanzado su punto máximo, aunque con alta volatilidad y riesgo climático en un escenario de bajos inventarios.** El informe de superficie cultivada de junio del USDA se situó por debajo de las estimaciones y ayudó a desencadenar otra alza de precios en los cereales. Para la cosecha 2021-22, el USDA estima una superficie total plantada de 92,7 millones de acres de maíz y 87,6 millones de acres de soya, 2% y 5% por encima de los niveles de 2020, respectivamente. Aunque la superficie de cultivo proyectada aumentó, aún se ubicó por debajo de las previsiones, lo que probablemente traiga aparejado una estimación de producción algo menor en el próximo informe del USDA (programado para el 12 de julio), dejando al mercado con un saldo más ajustado y favoreciendo precios más altos en el mercado a corto plazo. También hay margen para la preocupación por los riesgos relacionados con el clima, que siguen siendo importantes en un entorno de inventarios ajustados. Por el lado de la demanda, las importaciones chinas siguen siendo sólidas mientras el país reconstruye su hato porcino después de la peste porcina africana en 2018.

**Actualizamos nuestras proyecciones para los precios del maíz y la soya.** Ahora proyectamos el maíz en 6,5 dólares/bushel para fin de este año y 5,5 dólares/bushel en 2022. Para la soya, prevemos un precio de 14,0 dólares/bushel y 13,0 dólares/bushel en 2021 y 2022, respectivamente. Aunque estimamos una cosecha 2021-22 más grande, los menores stocks deberían mantener elevados los precios de los cereales durante el próximo año. El persistente clima seco tanto en Brasil como en Estados Unidos es el principal riesgo para este escenario.

**En el mercado del petróleo, la OPEP+ no logró llegar a un acuerdo, y las cuotas de producción para agosto se mantendrán sin cambios con respecto a los niveles de julio, dejando a los mercados en una situación aún más ajustada en el corto plazo.** Ahora prevemos el precio del Brent en 80 dólares/barril y el WTI en 75 dólares/barril en 2021, desde 65 dólares/barril y 60 dólares/barril, respectivamente. Proyectamos que la OPEP+ normalizaría gradualmente su producción durante el próximo año aproximadamente. En Estados Unidos, la producción de petróleo crudo podría volver a una senda más lenta de lo habitual, ya que los productores de crudo podrían adoptar un enfoque más conservador (desapalancamiento y devolución a los inversionistas).

## América Latina: Eliminación anticipada del estímulo monetario

**La actividad en América Latina continúa recuperándose y sorprende las expectativas al alza, reflejando la reapertura económica (a pesar del aún alto nivel de contagio de COVID), y una mejor adaptación a las restricciones a la movilidad, fuertes estímulos fiscales y monetarios y un entorno externo benigno con gran crecimiento global y alto precios de las materias primas.** Aumentamos nuestras proyecciones de crecimiento del PIB para 2021 para Brasil (desde 5,5% a 5,8%) y Argentina (desde 6,0% a 6,5%). En 2022, es probable que el crecimiento económico

vuelva a un ritmo más cercano al potencial a medida que el impulso de las políticas macroeconómicas, el crecimiento global y la reapertura económica se desvanezca, mientras que un escenario político incierto frena la confianza.

**Muchos factores transitorios están impulsando la inflación al alza en América Latina, incluidos los precios más altos de las materias primas, interrupciones al suministro y alzas de precios de artículos sensibles a la flexibilización de los confinamientos.** Elevamos nuestras proyecciones de inflación para 2021 para Brasil (desde 5,6% a 6,1%), México (desde 5,0% a 5,7%) y Perú (desde 2,5% a 3,3%).

**Incluso si resulta transitoria, la alta inflación puede hacer subir las expectativas de inflación, lo que, junto con una reducción de la brecha del producto más rápida de lo esperado, podría llevar a una eliminación más temprana del estímulo monetario.** El Banco Central de México ya comenzó a subir las tasas de interés en junio (con un alza de 25pb), mientras que el Banco Central de Chile comenzó a subir las tasas este mes. Mientras tanto, el BCB probablemente aumentará el ritmo de alzas de la tasa en la próxima reunión (a 100pb desde 75pb). Prevemos que la tasa de política en Brasil alcanzará 6,5% (frente a 6,0% antes de la publicación de la última minuta del Copom) a fines de este año, mientras que para México y Perú elevamos nuestras proyecciones para fin de año a 4,75% (desde 4,5%) y 0,75% (desde 0,25%), respectivamente. Para Chile, seguimos esperando tres alzas de la tasa de interés este año, después del alza de julio, mientras que, en Colombia, donde la inflación aún muestra un buen desempeño, esperamos que las alzas de tasa comiencen recién a fines de este año, aunque el deterioro de los fundamentos fiscales podría adelantar los aumentos dependiendo de las condiciones financieras.

## 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  | 6,4   | 4,6   |
| EUA - %  | 2,9   | 1,6   | 2,4  | 2,9  | 2,4   | -3,5  | 6,7   | 4,7   |
| Zona del Euro - %                                  | 1,9   | 1,8   | 2,7  | 1,9  | 1,3   | -6,7  | 4,9   | 5,2   |
| China - %  | 0,0   | 0,0   | 0,0  | 0,0  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| <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  |
| <b>Commodities</b>                                 |       |       |      |      |       |       |       |       |
| Índice CRB - a/a - %                               | -15,1 | 12,0  | 1,5  | -3,8 | -4,5  | 10,3  | 26,2  | -8,2  |
| Índice CRB - var. media anual - %                  | -14,0 | -1,3  | 6,9  | -0,6 | -6,0  | -3,3  | 38,6  | -3,1  |
| Índice de Commodities Itaú (ICI) - a/a - %         | -28,4 | 27,5  | 3,5  | -2,2 | 4,8   | 10,1  | 26,2  | -8,2  |
| Índice de Commodities Itaú (ICI) - media anual - % | -32,7 | -6,4  | 13,3 | 10,2 | -4,0  | -8,4  | 50,4  | -2,4  |
| Metales - var. media anual - %                     | -29,7 | -2,6  | 25,1 | 3,1  | 5,4   | 6,2   | 53,8  | -12,3 |
| Energía - var. media anual - %                     | -44,7 | -14,5 | 21,4 | 24,1 | -11,2 | -28,4 | 58,3  | 12,1  |
| Agrícolas - var. media anual - %                   | -16,0 | -0,4  | -1,5 | 0,7  | -2,1  | 3,5   | 40,6  | -6,5  |

Fuente: FMI, Bloomberg, Itaú

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



## Colombia

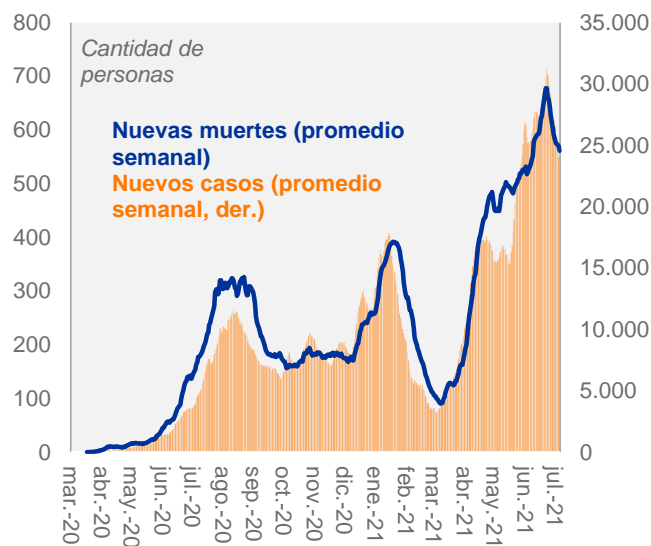
## Otra reducción de la calificación

- ▶ El Comité Nacional del Paro suspendió las protestas, principalmente debido al deterioro de la situación sanitaria en el país, a pesar de no llegar a acuerdos con las autoridades. Con un margen limitado para una mayor ayuda fiscal, el riesgo de malestar social durante el segundo semestre de 2021 sigue siendo alto.
- ▶ Fitch siguió los pasos de S&P y redujo la calificación de Colombia a grado especulativo. El rápido deterioro de las cuentas fiscales, en medio de un complicado proceso de reforma tributaria y un próximo período electoral fueron factores clave que ponen en duda la capacidad de estabilizar los ratios de endeudamiento en el corto plazo.
- ▶ La recuperación de la actividad se mantuvo encaminada, aunque las protestas ralentizarán temporalmente el proceso. Las interrupciones en las rutas de transporte y los shocks generales de oferta están presionando la inflación al alza. Si las expectativas de inflación a mediano plazo comienzan a desviarse de la meta del 3%, el ciclo de normalización monetaria podría comenzar antes, en comparación con nuestra estimación de alzas de la tasa a partir de fines de este año.

## Una tercera ola mortal del virus

**Colombia sufre una cantidad récord de casos del COVID-19, mientras que continúan flexibilizándose las restricciones a la movilidad debido a la fatiga pública.** La tasa de vacunación se está acelerando, pero hasta la fecha sólo alrededor del 14% de la población se encuentra completamente vacunada. Las unidades de cuidados intensivos en las principales ciudades están operando casi a plena capacidad, mientras que el Ministerio de Salud advirtió sobre la posible escasez de medicamentos de tratamiento y oxígeno en los hospitales durante un prolongado tercer pico del virus. El país alcanzó un récord de 34.000 casos diarios informados a fin de mes (el doble del máximo de las olas anteriores), mientras que se registró un promedio de más de 600 muertes diarias en las últimas semanas, más del doble del promedio durante las dos olas anteriores, lo que equivale a más de 100.000 muertes desde el inicio de la pandemia. Mientras tanto, el despliegue del programa de vacunación cobró impulso, con 315.000 dosis diarias administradas en las últimas dos semanas (promedio de 165.000 en mayo). En resumen, Colombia administró más de 26 millones de dosis de vacunas, de las cuales más de 8 millones son segundas dosis. El gobierno sigue apuntando a la vacunación del 70% de la población (alrededor de 35 millones de personas) este año.

## Máximos históricos



Fuente: Ministerio de Salud

**Tras eliminar muchas de las restricciones a la movilidad a principios de junio, el gobierno sugirió volver a introducirlas, pero las recientes protestas (impulsadas por un aumento de la pobreza) están jugando en contra de las medidas de distanciamiento social.** Como resultado, el gobierno permitió que prácticamente todos los sectores económicos operaran con normalidad desde principios de junio. Sin embargo, el Ministerio de Salud sugirió a los gobiernos locales volver a implementar medidas de distanciamiento social si las tasas de ocupación de las UCI superan el 85%. Por el momento, parece que los alcaldes y gobernadores están dándole mayor

importancia a la recuperación económica y al empleo, al tiempo que proporcionan lineamientos de salud y seguridad en lugar de normas rígidas.

**En tanto, el Comité Nacional del Paro suspendió las marchas mientras trabaja en propuestas para presentar al Congreso durante el segundo período legislativo.** Si bien se levantaron casi todos los bloqueos de carreteras que formaban parte de las protestas en todo el país, las manifestaciones continuaron en Bogotá y otras ciudades. Los líderes sindicales rechazaron las acusaciones de que las protestas están detrás de un aumento en los contagios y muertes por COVID-19, culpando en su lugar al gobierno por la mala gestión de las políticas sociales y económicas y un lento inicio de la vacunación. A pesar del aplazamiento temporal, una vez que disminuya la tercera ola del COVID-19, es probable que se reanuden las protestas. Hay un creciente descontento con el gobierno y la clase política, lo que refuerza la posición política de desconocidos (o populistas) para las elecciones presidenciales del próximo año.

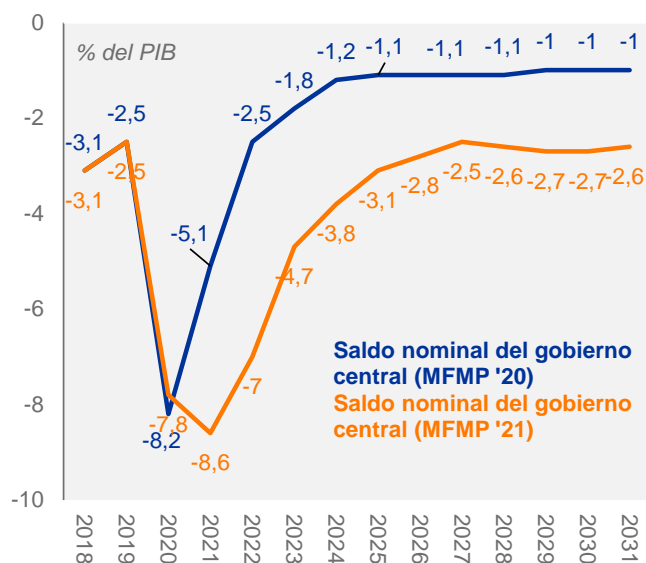
### El plan fiscal no resulta suficiente para evitar otra reducción de la calificación

**Como se anticipó, Fitch siguió los pasos de S&P y redujo la calificación crediticia soberana de Colombia un nivel especulativo ('BB+', perspectiva estable).** Fitch señaló que la reducción refleja el deterioro de las finanzas públicas con grandes déficits fiscales en 2020-2022, un aumento del nivel de deuda pública y una menor confianza en torno a la capacidad del gobierno para colocar de manera creíble la deuda en una senda descendente en los próximos años.

**Previo a la reducción de la calificación de Fitch, el Ministerio de Hacienda actualizó su plan fiscal a mediano plazo que describe una senda de consolidación fiscal mucho más lenta de lo que se había previsto anteriormente.** En parte, el incremento de algunos gastos relacionados con la pandemia, como las transferencias de efectivo, hasta 2022 y una reforma tributaria menos efectiva, aumentan los déficits fiscales esperados en los próximos años. El plan de ajuste fiscal actualizado prevé que la deuda neta en relación con el PIB alcanzará su punto máximo en 2023 en poco más del 67% (60,4% el año pasado) y retrocederá gradualmente a partir de entonces hacia el ancla de deuda neta del 55% durante la próxima década. El crecimiento que se mantiene por encima del potencial

estimado de 3,2% hasta 2027 apoyaría la senda de ajuste fiscal a largo plazo. Para 2022 se espera un aún amplio déficit fiscal del PIB de 7,0%, ya que el gasto como porcentaje del PIB recién se moderaría 1,6 p.p. a partir de este año a 23,2% (similar a 2020), y los ingresos tributarios de una próxima reforma recién se consolidarían en 2023. Parte de los ingresos esperados en el corto plazo proviene de la venta de activos (1,3% del PIB este año y 0,6% en 2022).

**Lenta consolidación fiscal hacia adelante**



Fuente: Ministerio de Hacienda

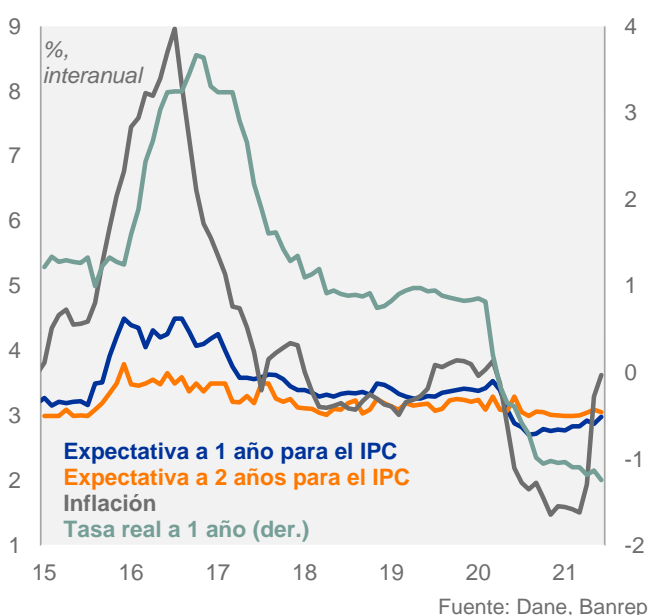
### Se mantiene la tasa de política por ahora

**A pesar de la reintroducción de las restricciones a la movilidad y las protestas a finales de mes, la actividad aún registró un modesto aumento secuencial de marzo a abril.** El indicador coincidente mensual (ISE) creció 28,7% interanual en abril, por encima del crecimiento de 11,9% del mes anterior, impulsado por el sector minorista y manufacturero. El empleo en mayo estuvo 7% por debajo de los niveles previos a la pandemia.

El directorio del Banco Central optó por unanimidad mantener la tasa de política monetaria en 1,75% en junio, aunque señalaron el comportamiento de las expectativas de inflación como un factor clave a monitorear en los próximos meses. El directorio reconoce que el actual escenario macroeconómico de Colombia está cambiando en un entorno muy incierto. Mientras la economía se recupera y se reduce el exceso de capacidad, el mercado laboral continúa mostrando atonía y la inflación aumentó. Sin embargo, el directorio enfatizó que gran parte del aumento de la

inflación se debe a choques de oferta. Las interrupciones en la cadena de suministro, tanto a nivel nacional como internacional, pueden tardar tiempo en normalizarse, lo que podría afectar los costos de producción, y en tales condiciones un miembro del directorio considera que el desafío de la política monetaria sería evitar la estanflación. Dado que las expectativas inflacionarias se mantienen ancladas, el directorio acordó mantener la tasa de política (en un altamente expansivo 1,75% anual), sujeta a los eventos de los meses venideros y vigilando de cerca la evolución de las condiciones fiscales y financieras externas. Al evaluar la evolución reciente del tipo de cambio, el directorio concluyó que factores idiosincrásicos, incluida una reducción de la calificación crediticia y la incertidumbre relacionada con el malestar social reciente, influyeron en su desempeño. Sin embargo, el la junta señaló que una mejora en los términos de intercambio mitigó las presiones sobre el tipo de cambio. Dado el potencial de condiciones financieras internacionales menos favorables a futuro, reiteró la necesidad de un ajuste fiscal.

**Expectativa de inflación estable por ahora**



## La inflación y la dinámica fiscal podrían exigir una anticipación en la subida de tasas

**Esperamos un crecimiento del PIB de 6,5% este año (descenso de 6,8% en 2020). El arrastre estadístico más fuerte de lo esperado a principios de año mitigaría el impacto en el crecimiento de 2021 debido a la reactivación de las medidas de distanciamiento y las protestas durante el 2T21. Para 2022 seguimos esperando un crecimiento de la actividad de 3,0%.**

**Se espera una normalización de los precios de los alimentos en los próximos meses tras la eliminación de los bloqueos.** Sin embargo, la persistencia de los choques de oferta (a nivel nacional e internacional) significa que hay un potencial al alza para nuestra previsión de fin de año de 3,7% (1,61% en 2020).

**Las estimaciones más altas para el precio del petróleo a futuro contendrían el aumento esperado del déficit de cuenta corriente.** Esperamos que el déficit de cuenta corriente para este año sea de 3,9%, más amplio que el 3,4% del año pasado. Para 2022, ahora prevemos un déficit de cuenta corriente de 3,7% del PIB (0,3 p.p. menos que en nuestro último escenario) en medio de mayores términos de intercambio que favorecerían las exportaciones colombianas. En este escenario, proyectamos un tipo de cambio en 3.700 pesos/dólar para fin de 2021 y 2022.

**Nuestro escenario de referencia supone una tasa estable en 1,75% a corto plazo, y las subas comenzarían cerca del cierre del año.** A pesar de las expectativas de inflación ancladas y una amplia brecha del producto, una mayor y más rápida contracción de las condiciones financieras (debido a factores externos e internos) podría adelantar el inicio del ciclo de normalización, especialmente teniendo en cuenta el amplio déficit de cuenta corriente de Colombia, que deja su moneda vulnerable.

**El incremento de los gastos relacionados con la pandemia y el limitado margen político para implementar una importante reforma tributaria nos han llevado a revisar al alza 3 p.p. nuestra previsión de déficit fiscal para 2022, a 7,0% del PIB (8,6% para este año).**

João Pedro Bumachar  
Carolina Monzón

## Proyecciones: Colombia

|  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021P        |          | 2022P        |          |  |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|----------|--------------|----------|--|
|  |       |       |       |       |       | Actual       | Anterior | Actual       | Anterior |  |
| <b>Actividad económica</b>                   |       |       |       |       |       |              |          |              |          |  |
| Crecimiento real del PIB - %                 | 2,1   | 1,4   | 2,6   | 3,3   | -6,8  | <b>6,5</b>   | 6,5      | <b>3,0</b>   | 3,0      |  |
| PIB nominal - USD mil millones               | 282   | 311   | 334   | 323   | 272   | <b>301</b>   | 301      | <b>315</b>   | 315      |  |
| Población (millones de habitantes)           | 48,7  | 49,3  | 49,8  | 50,4  | 50,9  | <b>51,4</b>  | 51,4     | <b>51,8</b>  | 51,8     |  |
| PIB per cápita - USD                         | 5.791 | 6.308 | 6.704 | 6.417 | 5.335 | <b>5.865</b> | 5.865    | <b>6.084</b> | 6.084    |  |
| Tasa de desempleo (prom. anual)              | 9,2   | 9,4   | 9,7   | 10,5  | 16,1  | <b>14,0</b>  | 14,0     | <b>11,0</b>  | 11,0     |  |
| <b>Inflación</b>                             |       |       |       |       |       |              |          |              |          |  |
| IPC - %                                      | 5,8   | 4,1   | 3,2   | 3,8   | 1,6   | <b>3,7</b>   | 3,7      | <b>2,8</b>   | 2,8      |  |
| <b>Tasa de interés</b>                       |       |       |       |       |       |              |          |              |          |  |
| Tasa de referencia - final del año - %       | 7,50  | 4,75  | 4,25  | 4,25  | 1,75  | <b>2,00</b>  | 2,00     | <b>3,50</b>  | 3,50     |  |
| <b>Balanza de pagos</b>                      |       |       |       |       |       |              |          |              |          |  |
| COP / USD - final del período                | 3002  | 2.932 | 3.254 | 3.287 | 3.428 | <b>3.700</b> | 3.700    | <b>3.700</b> | 3.700    |  |
| Balanza comercial - USD mil millones         | -11,1 | -6,0  | -7,0  | -10,8 | -10,1 | <b>-8,5</b>  | -8,5     | <b>-6,0</b>  | -7,0     |  |
| Cuenta Corriente - % PIB                     | -4,5  | -3,5  | -4,1  | -4,5  | -3,4  | <b>-3,9</b>  | -3,9     | <b>-3,7</b>  | -4,0     |  |
| Inversión Extranjera Directa - % PIB         | 4,9   | 4,4   | 3,5   | 4,4   | 2,8   | <b>3,7</b>   | 3,7      | <b>4,4</b>   | 4,4      |  |
| Reservas Internacionales - USD mil millones  | 46,7  | 47,6  | 48,4  | 53,2  | 59,0  | <b>61,5</b>  | 61,5     | <b>61,5</b>  | 61,5     |  |
| <b>Public Finances</b>                       |       |       |       |       |       |              |          |              |          |  |
| Resultado Nominal Gob. Central - % del PIB   | -4,0  | -3,6  | -3,1  | -2,5  | -7,8  | <b>-8,6</b>  | -8,6     | <b>-7,0</b>  | -4,0     |  |
| Deuda Pública Bruta Gob. Central - % del PIB | 45,6  | 46,4  | 49,3  | 50,2  | 64,8  | <b>67,2</b>  | 67,2     | <b>68,8</b>  | 66,3     |  |

Fuente: IMF, Bloomberg, Dane, Banrep, Haver, 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.