

Escenario macro - Colombia



Escenario Macro | 18 de marzo de 2021

Economía global

Recuperación mundial lleva a un alza en curvas de rendimiento 2

La normalización económica de Estados Unidos generará una rápida recuperación del empleo, impulsará la inflación por encima del 2,0%, y hará que el Fed comience el retiro de medidas de estímulo en 2022.

Colombia

Se pospone el ajuste fiscal..... 8

El Plan Fiscal mostró un déficit para este año (8,6% del PIB) mayor que el señalado anteriormente, lo que complicaría la consolidación fiscal y pone en riesgo la calificación de grado de inversión en el corto plazo.

Revisión de Escenario

Mundo

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	6,9	6,9	4,3	4,3

Brasil

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	3,8	4,0	1,8	2,5
BRL / USD (dic)	5,30	5,00	5,50	5,00
Tasas de interés (dic) - %	5,50	5,00	5,50	5,00
IPCA (%)	4,7	3,8	3,6	3,3

Argentina

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	6,0	5,5	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	3450	3550	3550
Tasas de interés (dic) - %	1,75	1,75	3,50	3,50
IPC - %	2,8	2,8	3,0	3,0

Paraguay

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

México

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

Chile

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

Perú

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	10,7	10,7	4,5	4,5
PEN / USD (dic)	3,60	3,50	3,60	3,60
Tasas de interés (dic) - %	0,25	0,25	1,00	1,00
IPC - %	2,5	2,5	2,3	2,3

Uruguay

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

Economía global

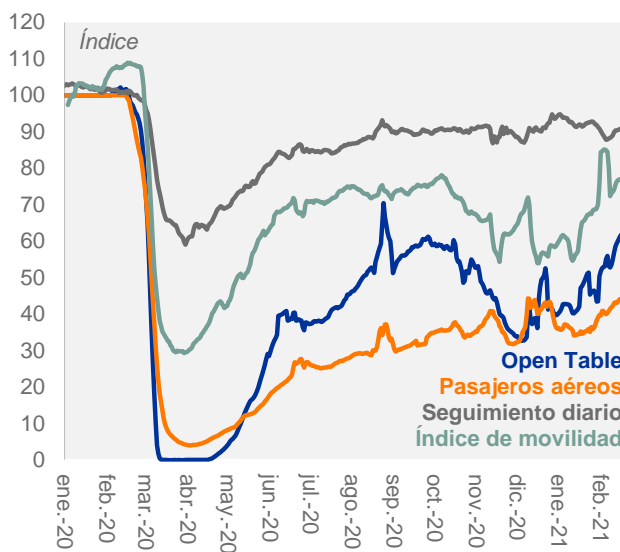
Recuperación mundial lleva a un alza en curvas de rendimiento

- ▶ La normalización económica de Estados Unidos con un amplio estímulo generará una rápida recuperación del empleo (nominas privadas por sobre de 1 millón/mes en el 2T), impulsará la inflación subyacente por encima del 2,0%, hará que el Fed modere las compras de activos en 2022 y empujará su tasa al alza a partir del 1T23, con el ciclo llevando a las tasas a 2,75% para 2025.
- ▶ La tasa de vacunación en Europa se aceleraría en el 2T21. Proyectamos el PIB en 4,5% para 2021 y en 4,2% para 2022.
- ▶ China está realizando un aterrizaje suave, con eliminación gradual del estímulo. Proyectamos el PIB en 8,5% este año (desde 2,3% en 2020) y en 5% para 2022.
- ▶ Las tasas más altas en Estados Unidos sostendrían al dólar, aunque la equiparación en la vacunación en Europa (y los ME) mitigaría la fortaleza del dólar por ahora. Revisamos nuestra estimación a 1,20 euros/dólar (desde 1,23) para 2021 y seguimos previendo que se encuentre en 1,15 para 2022.
- ▶ Materias primas: Sin súper ciclo.
- ▶ Los Bancos Centrales en América Latina se encuentran más contenidos.

Estados Unidos: Fuerte crecimiento, empleo, inflación y trayectoria de normalización del Fed

La tasa de vacunación continúa acelerándose, permitiendo una reapertura que se consolidará en abril. El ritmo de vacunación se ha estado acelerando, como esperábamos (alrededor de 2,2 millones de dosis diarias actualmente) y alcanzó el 18% de la población. Esto ya llevó a varios estados de Estados Unidos a anunciar una reapertura gradual de la economía en marzo, como lo demuestran los índices de movilidad y otros indicadores de alta frecuencia (como las reservas en restaurantes y el tráfico aeroportuario), que aumentaron considerablemente, aunque nuestro índice más amplio de seguimiento diario de la actividad subió sólo ligeramente (ver gráfico). Seguimos esperando que alrededor del 50% de la población estadounidense y el 80% de los adultos mayores se hayan vacunado en abril, lo que permitiría una reapertura total en el 2T21.

Aumento de la movilidad en EE.UU., seguimiento diario ligeramente al alza



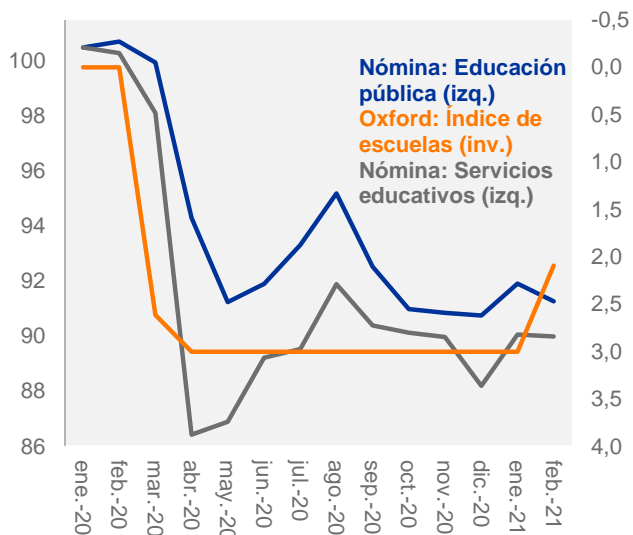
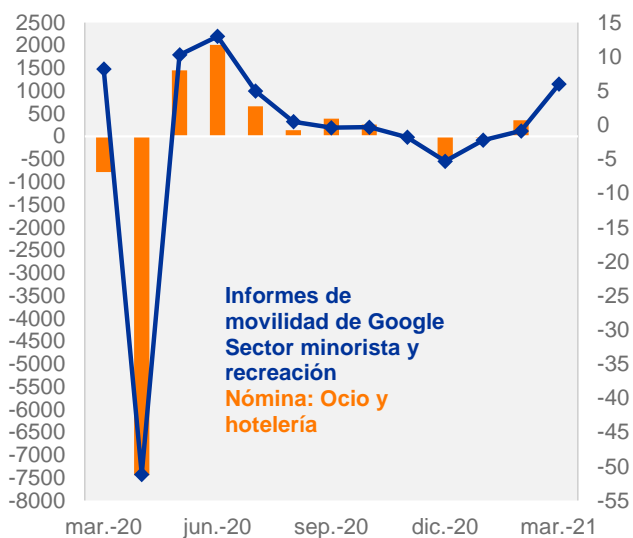
Fuentes: Open table, Google, Itaú

Un fuerte crecimiento generará una rápida recuperación del empleo, con nominas privadas por sobre 1 millón en el 2T21. El crecimiento en el 1T21 se está registrando en 5,8% trimestral anualizado desestacionalizado y probablemente se acelere a 11,0% en el 2T21 con la reapertura total. Mantuvimos nuestra proyección del PIB en 6,7% para 2021 y en 4,2% para 2022. El PIB superará los niveles anteriores al COVID en el 2T21 así como las tendencias de crecimiento previas al COVID (PIB potencial) en el 3T21. Como

resultado, el empleo crecerá drásticamente en los próximos meses, y esperamos que aumente en 900 mil en marzo y 1,5 millones en abril y mayo. El empleo formal se encuentra en torno a 8,5 millones de puestos de trabajo por debajo del nivel anterior al COVID, y la reapertura ya indica un fuerte impulso en sectores más sensibles al aislamiento, como Recreación y Cultura, Hotelería y Educación (ver gráficos a continuación). Esperamos que la tasa de desempleo caiga a 4,0% en 2021 y a 3,6% en 2022, por debajo de las estimaciones de la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (Fed/sep: 4,1%, CBO: 4,4%).

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

La movilidad anticipa un aumento de la creación de empleo



Fuente: Google, BLS; Oxford, BLS

Seguimos esperando que el PCE subyacente supere el 2,0% para 2022. El desempleo por debajo de la tasa de desempleo no aceleradora de la

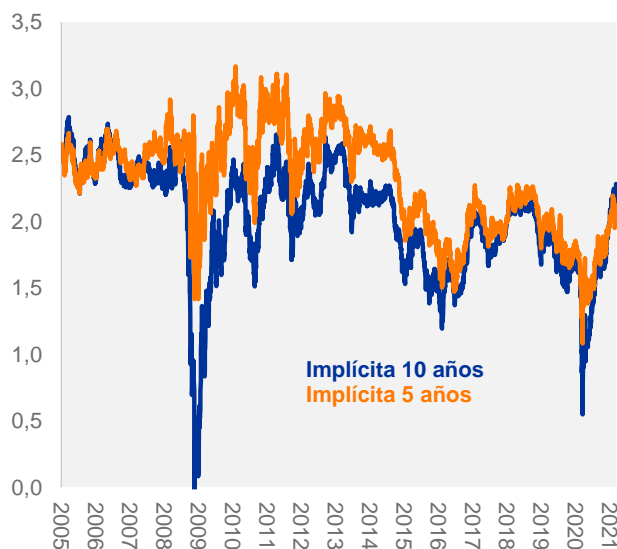
inflación, la recuperación mundial que impulsa los precios de las materias primas al alza y la vuelta al anclaje de las expectativas de inflación en niveles anteriores a 2014 generarán un aumento de la inflación subyacente. Esperamos que el PCE subyacente, hoy en 1,5% interanual, supere el nivel de 2,3% en abril y mayo debido a efectos de base de comparación, se sitúe en 2,0% a fines de este año y alcance el 2,3% a fines de 2022.

El Fed comenzará a recortar a principios de 2022 y empezará a aumentar la tasa de los fondos federales (FFR) en el 1T23, cerrando el ciclo en 2,75%.

Esperamos que en 2022 se alcancen tres condiciones principales para que el Fed comience a subir la FFR en el 1T23: i) inflación subyacente por encima del 2%; ii) tasa de desempleo inferior al 4,0%; y iii) expectativas de inflación a largo plazo nuevamente en los niveles anteriores a 2014 (medidos por los niveles de equilibrio a largo plazo; ver gráfico), en línea con el marco de meta de inflación promedio flexible del Fed. Por otro lado, los mercados están considerando una primera alza a principios de 2023, sin que la inflación implícita alcance estos niveles, lo que no se encuentra en línea con la meta de inflación promedio flexible de la Fed.

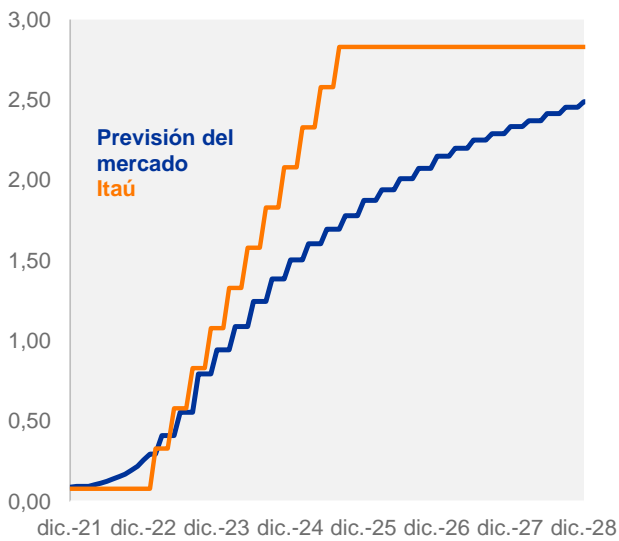
Rendimiento de los bonos del Tesoro de EE.UU. a 10 años de 1,70% en diciembre de 2021 y 2,5% (anteriormente 2,30%) en diciembre de 2022, ya que ahora esperamos que el ciclo termine en 2,75% (2,0% anteriormente), por sobre la estimación de 2,66% del mercado.

Aumento de la inflación implícita, aunque aún por debajo de los niveles de 2014



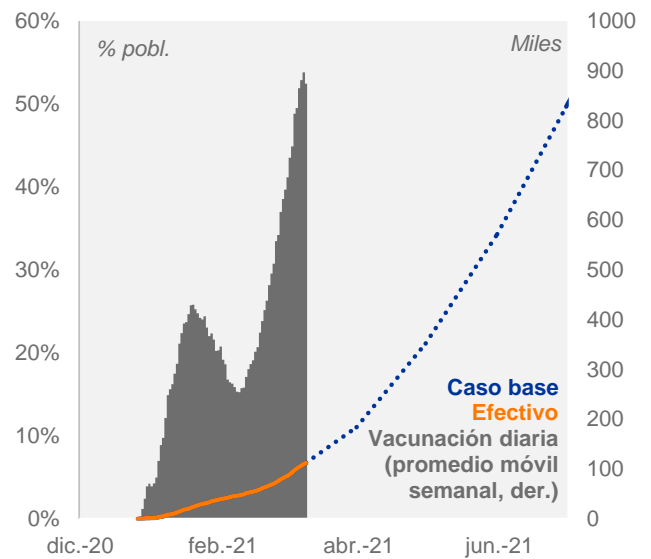
Fuente: BBG

El Fed iniciaría el ciclo de alzas en 2023, tasa de 2,75% para 2025



Fuente: BBG, Itaú

La Unión Europea continuará acelerándose



Fuente: Nuestro mundo en datos (Our world in data), Itaú

La tasa de vacunación en Europa se equipararía en el 2T21

La vacunación se está acelerando en la UE y seguirá subiendo a medida que aumenten las entregas (ver gráfico). Tras un inicio lento, la vacunación está mostrando progreso en todos los países de la UE y continuará acelerándose a medida que aumenten las entregas y los países superen problemas logísticos.

Sin embargo, revisamos nuestra proyección del PIB para 2021 (a 4,5% desde 5,0%), incorporando cuarentenas prolongadas. Las restricciones se prolongaron durante el 1T y se extenderán a principios del 2T. La aceleración de la vacunación y la disminución de la cantidad de casos permitirán una recuperación a partir del 2T en adelante, aunque los aislamientos prolongados aún pesarán sobre el crecimiento de 2021. Sin embargo, un mayor efecto estadístico y un mayor crecimiento en el segundo semestre del año fortalecerían levemente el PIB en 2022 (a 4,2% desde 4,0%).

Aterrizaje suave de China, con eliminación gradual de los estímulos

Las autoridades fijaron el objetivo de crecimiento por encima del 6% (nuestra estimación de efecto estadístico) en 2021 y confirmaron una **eliminación muy gradual del estímulo fiscal**. El límite mínimo de crecimiento se debe a la distorsión del efecto base y se encuentra en línea con los objetivos provinciales. El presupuesto fiscal revela sólo una pequeña reducción del déficit (3,2% del PIB frente a 3,6% en 2020) y una cantidad aún importante de bonos especiales de los gobiernos locales (3,65 billones de yuanes frente a 3,75 billones en 2020). No hubo ningún cambio en el tono de la política monetaria, lo que sugiere una desaceleración gradual del crédito, aunque es poco probable que se produzca un alza de tasas. El tono general indica una reducción gradual del estímulo que es poco probable que descarrile el crecimiento este año.

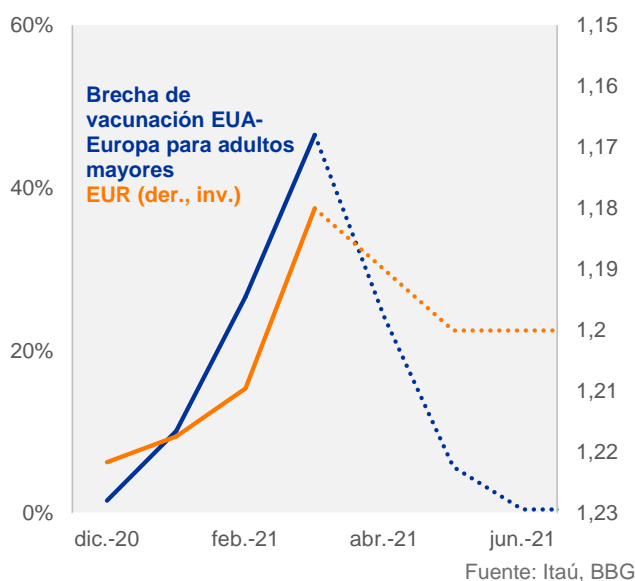
Proyectamos un PIB en 8,5% para 2021 y en 5,0% para 2022; ya que la gradual contracción no descarrilará el crecimiento. Probablemente mejore el consumo, apoyado por una mayor normalización del mercado laboral y un alto nivel de ahorro de los hogares. Además, el elevado crecimiento mundial seguirá apoyando a los sectores de exportación y manufactura. Sin embargo, vale la pena señalar que el crecimiento se desacelerará en el 1T21 y estará levemente por debajo de su potencial en el 2T-3T hasta que se normalice completamente en el 4T21.

El mayor rendimiento de los bonos del Tesoro de EE.UU. sostiene al dólar, aunque la equiparación de la vacunación en la UE mitiga por ahora la fortaleza del dólar

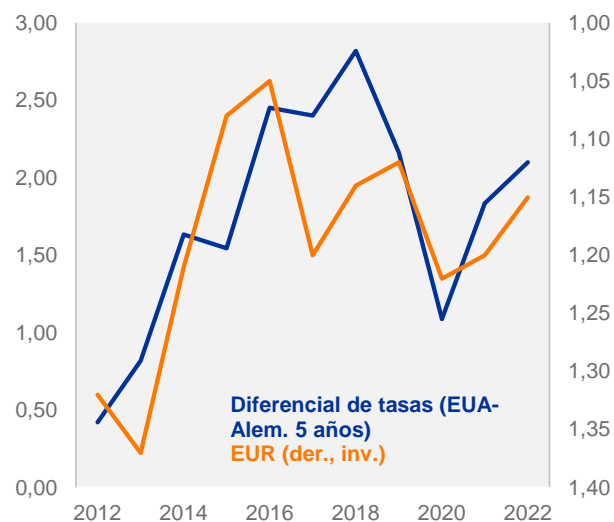
Las tasas más altas en Estados Unidos sostendrían al dólar, aunque la equiparación en la vacunación en Europa (y los ME) limitaría por ahora la fortaleza del dólar. Como se mencionó anteriormente, la normalización del crecimiento mundial continuará a medida que las tasas de vacunación se aceleren en la mayoría de los países. La UE aceleró su ritmo de vacunación y es probable que llegue a alcanzar a Estados Unidos, lo que respecta a las personas mayores, para el 2T y la población general en el 3T, lo que evitará por ahora un mayor fortalecimiento del dólar. Sin embargo, el tono más cauto del BCE en el margen nos llevó a ajustar nuestra proyección a 1,20 euros/dólar (desde 1,23) este año.

No obstante, proyectamos un dólar más apreciado en 2022 mientras la Fed prepara los mercados para alzas de la tasa a principios de 2023. Seguimos previendo que el euro llegue a 1,15 y el yuan a 6,75 el próximo año, ya que el Fed probablemente comience a debatir sobre los recortes a las compras de activos en el 4T21.

El euro se beneficiará de una menor brecha de vacunación ...



... aunque el aumento de tasas en EE.UU. fortalecería el dólar en el mediano plazo



Materias primas: sin súper ciclo

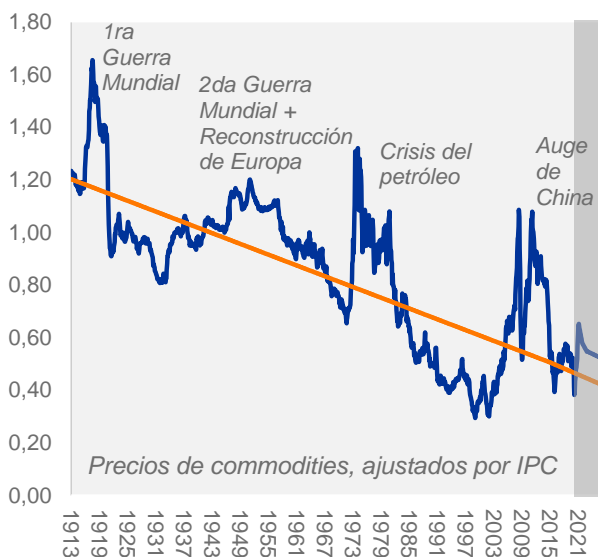
Los precios de las materias primas aumentaron desde finales de 2020. Por el lado de los metales, el mineral de hierro y el cobre lideraron el alza. Los precios del petróleo se encuentran ahora por encima de los niveles previos a la pandemia, y también aumentaron los precios de los granos, liderados por el maíz y la soya. El incremento de la demanda y algunas limitaciones a la oferta tuvieron un papel importante. La recuperación de la producción fue mayor a lo esperado, con un bajo nivel de inventarios y algunas interrupciones a la oferta.

Es poco probable que haya un súper ciclo sin un gran salto en la demanda. A diferencia de la década de 2000, China se encuentra en una etapa diferente de su desarrollo, con un crecimiento que se vinculará más al sector de servicios y menos al de materias primas. Por ejemplo, la tasa de urbanización en China fue de 35% en 2000 y alcanzó el 60% en 2019, un nivel alto, aunque todavía por debajo del promedio del 80% en los países desarrollados. Además, es probable que el estímulo a la infraestructura en Estados Unidos y Europa se centre en reparaciones y no en nuevos desarrollos.

Sin embargo, el impulso hacia la energía renovable podría apoyar la demanda de cobre. El cobre es un componente importante en los vehículos eléctricos (baterías y piezas de motor) y en los sistemas de energía solar y eólica. Algunas estimaciones muestran que esta fuente de demanda podría saltar desde alrededor de 430 ktm en 2015 a 2,3 mtm en 2025.

Algunas restricciones a la oferta apoyarían un nivel más alto de los precios (ver gráfico a continuación). La inversión en el sector de materias primas disminuyó drásticamente después de 2013-14, debido a la disminución de la demanda china, los precios del petróleo de esquisto se derrumbaron y las preocupaciones ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG) comenzaron a pesar sobre el sector.

Los precios se mantendrán en niveles altos, pero no se espera un súper ciclo



Fuente: BBG, Itaú

Prevedemos que el mineral de hierro se encontrará por encima de 100 dólares/tonelada, alcanzando 120 dólares/tonelada (desde: 160 dólares actualmente), debido a que se mantiene el estrecho margen entre oferta y demanda en 2021.

Para el cobre, ahora proyectamos un precio de 8,15 mil dólares/tonelada (desde: 9 mil actualmente) para fin de año y 8.200 dólares/t en 2022. El reciente repunte se dio luego de una reducción de los inventarios en medio de la recuperación de la demanda y el colapso de la oferta en 2020, así como la expectativa de una lenta recuperación de la producción este año, mientras que algunos productores clave (como Perú) continúan afectados por las medidas de distanciamiento ante la falta de un rápido despliegue de vacunación. Esperamos que el mercado siga siendo deficitario este año, puesto que la demanda liderada por China superará la normalización de la oferta. Una gradual flexibilización recién ocurriría en 2022, lo que generaría que los precios retrocedan con respecto a los máximos recientes. Sin embargo, prevedemos que seguirían siendo elevados, dada la sólida actividad industrial en nuestro horizonte de previsión.

Los precios del petróleo registraron un fuerte aumento recientemente, tras la inesperada decisión de la OPEP y sus aliados de prorrogar los actuales recortes de la producción hasta abril. El mercado petrolero también se encuentra en una senda más rápida hacia menores inventarios tras un intenso invierno en Estados Unidos en el 1T21, especialmente en Texas. Hacia adelante, prevedemos un gran repunte de la demanda después de que la mayor parte del mundo desarrollado se haya vacunado. Proyectamos que la OPEP+ normalizaría gradualmente su producción a lo largo del próximo año aproximadamente. En Estados Unidos, la producción de petróleo crudo debería volver a una trayectoria más lenta de lo habitual, ya que los productores de esquisto podrían adoptar un enfoque más conservador (desapalancamiento y pagos a los inversionistas). Prevedemos que el Brent cotizaría a 65 dólares/barril en 2021 y 70 dólares/barril en 2022.

Por último, los precios agrícolas también aumentaron al nivel más alto en casi una década, ya que las condiciones de sequía relacionadas con un fenómeno climático relativamente duro debido a La Niña afectaron los cultivos en Sudamérica este año. Prevedemos que el precio de la soya alcanzará los 12,0 dólares/bushel para fin de 2021 y el maíz se acercaría a 4,4 dólares/bushel, ambos un poco más bajos que sus niveles actuales.

América Latina: Los Bancos Centrales se encuentran más contenidos

América Latina sigue luchando con altas tasas de contagio del COVID-19. Las medidas de distanciamiento social siguen vigentes y se endurecieron recientemente en algunos países, como Brasil y Chile, a pesar de que este último es uno de los países más avanzados en la campaña de vacunación. Excluido Chile, las tasas de vacunación han sido lentas en la región y han surgido nuevas cepas del virus. Esto podría retrasar una total reapertura económica.

Estas condiciones dificultan la rápida eliminación del estímulo fiscal. En Brasil, el Congreso aprobó un proyecto de ley que permite un segundo año de gastos por sobre del nivel establecido por el límite constitucional, aunque la introducción de mecanismos en la Constitución para asegurar la convergencia al límite máximo de gastos es un factor compensador. En Colombia, país que también enfrenta vulnerabilidades fiscales, el gobierno revisó al alza su meta de déficit

fiscal para este año, lo que implica un aumento del déficit entre el año pasado y 2021, que aumentaría el riesgo de pérdida de la calificación de grado de inversión.

Además del virus, el mayor rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos pone de manifiesto un nuevo riesgo para la región. Sin embargo, observamos que los balances de cuenta corriente se ajustaron considerablemente en 2020. Muchos países registraron superávit, lo que sugiere que no es necesario un ajuste importante del tipo de cambio. Sin embargo, en Colombia, el déficit de cuenta corriente se mantuvo amplio (3,3% del PIB el año pasado), ya que sus términos de intercambio se deterioraron más que los de sus pares (debido al colapso de los precios del petróleo).

A pesar de las medidas de distanciamiento social que frenan el crecimiento a corto plazo, la actividad se expandirá por encima del potencial en 2021, beneficiada por el efecto estadístico, el aumento de los términos de intercambio (robusto crecimiento de EE.UU. en el caso de México), una política monetaria expansiva y la reapertura económica a medida que avanzan la vacunación. Además, las economías parecen estar mejor adaptadas a la nueva norma social que en la primera

ola de contagio, por lo que para un determinado nivel de restricciones a la movilidad el efecto negativo sobre la actividad es menor que el anterior. Sin embargo, debido al aumento de los riesgos fiscales y a las medidas de distanciamiento social más estrictas de lo que esperábamos, estamos reduciendo nuestra previsión de crecimiento para Brasil a 3,8% (desde 4,0%) para 2021 y a 1,8% para 2022 (desde 2,5% anteriormente).

La política monetaria en la región se encuentra más restringida en este entorno. Dados los crecientes riesgos fiscales en Brasil y la alta inflación, es probable que el Banco Central aumente la tasa de interés este mes 50pb (ahora esperamos que la tasa de referencia Selic cierre este año en 5,5%, desde 2,0% actualmente y 5,0% en nuestro escenario anterior). Las condiciones financieras más adversas probablemente harán que el Banco Central de México -que había reanudado el ciclo de flexibilización con un recorte de 25pb en febrero, manteniéndolo todavía en un nivel positivo en términos reales- sea aún más cauto. Sólo esperamos un recorte adicional de 25pb, con riesgos que apuntan a que no se implemente una mayor flexibilización. Por otra parte, para Colombia, Chile y Perú, países donde la inflación tuvo un mejor desempeño, no esperamos que se retire el estímulo monetario este año.

Proyecciones: Economía global

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	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	-6,8	4,5	4,2
Japón - %	1,6	0,8	1,7	0,6	0,3	-4,8	2,6	2,2
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	1,20	1,15
YEN/USD - final del período	120,4	117,0	112,7	109,7	108,6	103,3	105,4	105,4
Índice DXY (*)	98,6	102,2	92,1	96,2	96,4	89,9	91,2	94,1
Commodities								
Índice CRB - a/a - %	-15,1	12,0	1,5	-3,8	-4,5	10,3	3,5	-3,7
Índice CRB - var. media anual - %	-14,0	-1,3	6,9	-0,6	-6,0	-3,3	17,6	-3,8
Índice de Commodities Itaú (ICI) - a/a - %	-28,4	27,5	3,5	-2,2	4,8	10,1	3,5	-3,7
Índice de Commodities Itaú (ICI) - media anual - %	-32,7	-6,4	13,3	10,2	-4,0	-8,4	34,4	-8,0
Metales - var. media anual - %	-29,7	-2,6	25,1	3,1	5,4	6,2	33,5	-15,9
Energía - var. media anual - %	-44,7	-14,5	21,4	24,1	-11,2	-28,4	43,3	4,4
Agrícolas - var. media anual - %	-16,0	-0,4	-1,5	0,7	-2,1	3,5	27,4	-12,6

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

Se pospone el ajuste fiscal

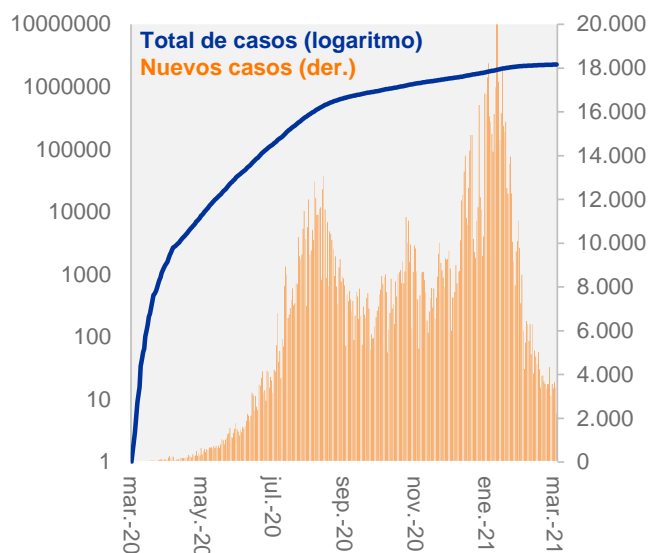
- ▶ El proceso de inoculación comenzó a mediados de febrero, a un ritmo lento. Se espera una aceleración en marzo tras el aumento de suministros, mientras que las medidas de restricción a la movilidad continúan flexibilizándose frente a la disminución de casos.
- ▶ El Plan Fiscal actualizado mostró un déficit menor a lo esperado (7,8% del déficit nominal del PIB frente a 8,2% estimado) para 2020, aunque indicó un mayor déficit fiscal nominal para este año (8,6% del PIB) que el señalado en noviembre (7,6% del PIB). Mientras tanto, es probable que la próxima reforma tributaria no logre la meta inicial de 2% del PIB, lo que complicaría la senda de consolidación fiscal y aumentaría la probabilidad de que Colombia pierda su calificación de grado de inversión en el corto plazo.
- ▶ La economía colombiana se contrajo 6,8% el año pasado, la peor caída de la historia. La recuperación de los precios del petróleo y los estímulos monetarios probablemente apoyarán un repunte de 5% este año. Con el avance de la recuperación económica y la baja tasa de política monetaria, es poco probable que se introduzcan recortes adicionales de la tasa, si se consideran también las vulnerabilidades existentes de Colombia (amplios déficits gemelos) sumadas a las condiciones financieras externas.

Lento comienzo de la vacunación

Colombia extendió el estado de emergencia por tres meses para retener los poderes ejecutivos que podrían utilizarse para frenar la propagación del COVID-19. El estado de emergencia continuará hasta al menos finales de mayo. La declaración es un fundamento jurídico que facilita el trabajo de las autoridades locales para adoptar medidas rápidas y excepcionales, como toques de queda y restricciones a la movilidad. Sin embargo, se flexibilizaron recientemente las restricciones a la movilidad dado que la segunda ola aparentemente se encontraría bajo control. Según el centro de estudios local Fedesarrollo, el 91,6% de las empresas informó que se encontraba operando con normalidad en enero, lo que marca una recuperación con respecto al 88,4% en diciembre y el mínimo de 31,3% en abril de 2020.

La vacunación avanza lentamente. En febrero, Colombia comenzó a vacunar a su población, manteniendo su meta de fin de año de alcanzar la inmunidad de rebaño (70%, o aproximadamente 35 millones de personas). A la fecha, se administraron en torno a 1 millón de vacunas (cerca del 2% de la población), al personal de atención médica de primera línea en unidades de cuidados intensivos y hospitales, así como a la población mayor de 80 años. Parte de la lentitud se debe al limitado suministro, aunque las autoridades esperan recibir más de 4,1 millones de dosis de vacunas durante marzo (0,5 millones en febrero), incluidas 2,3 millones de dosis de Sinovac, 0,1 millón de Pfizer y 1,75 millones de AstraZeneca a través de COVAX.

Disminución de la cantidad de nuevos casos



Fuente: Ministerio de Salud

Se pospuso la consolidación fiscal

Colombia revisó al alza su meta de déficit fiscal para este año, ya que se mantiene el gasto para mitigar los efectos de la pandemia mientras se despliega una inversión adicional para impulsar la recuperación. En su revisión del plan financiero de este año, el Ministerio de Hacienda estableció una meta de déficit fiscal para el Gobierno Nacional Central de 8,6% del PIB, frente a un déficit de 7,6% del PIB previsto en noviembre y de 5,1% en el Marco Fiscal de mediano plazo de junio. El gran déficit sería

incluso mayor que el déficit fiscal de 7,8% del PIB del año pasado (0,4 p.p. menos que la última estimación, ya que se pospuso parte del gasto en ayuda de emergencia). El aumento de la expectativa de déficit con respecto a junio está vinculado al gasto de emergencia (+1,7 p.p.) y de inversión (+1,3 p.p.). En el frente de actividad, el Gobierno espera una recuperación económica de 5% (en línea con nuestra previsión), aunque los ingresos fiscales todavía se encuentran en línea con la estimación de que el crecimiento estuvo muy por encima del 6%.

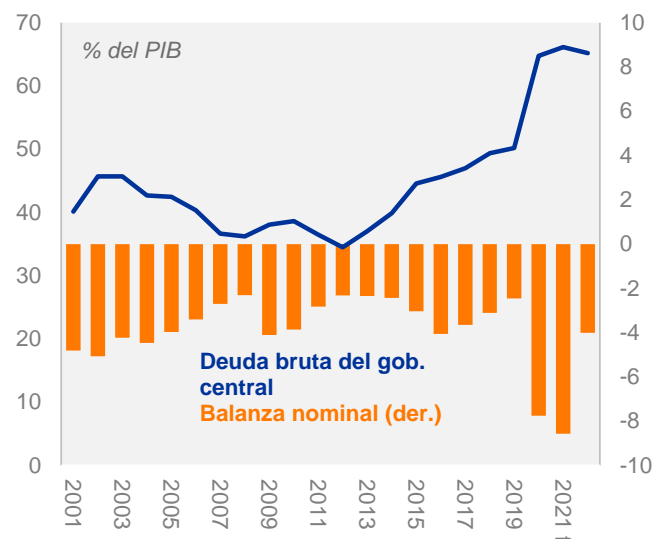
La deuda bruta del Gobierno central se disparó desde 50,3% del PIB en 2019 a 64,8% el año pasado. El aumento del déficit fiscal este año daría lugar a un mayor incremento de la deuda. Para cubrir el mayor desequilibrio fiscal para este año, el país incrementará la emisión de títulos de deuda nacional a 55,3 billones de pesos (15.200 millones de dólares), en comparación con una meta anterior de 39,8 billones de pesos. De esta cantidad, se realizarán subastas de TES por 42 billones de pesos (11.000 millones de dólares), superior a los 32 billones inicialmente previstos. En cuanto a la financiación externa, el país buscará alrededor de 10.100 millones de dólares entre la emisión de bonos y los préstamos con instituciones multilaterales (6.500 millones de dólares anteriormente).

La reforma tributaria sigue en curso, aunque la aprobación en el Congreso será difícil. El ministro de Hacienda Carrasquilla reiteró que el Gobierno llevará a cabo una reforma fiscal en el Congreso durante el año (que se implementará el próximo año), para recaudar recursos que contribuyan a reducir la deuda a niveles prudentes en el mediano plazo. El Gobierno se comprometió a implementar un aumento de impuestos de al menos el 1,5% del PIB en 2022, una vez que queden atrás los mayores desafíos de la pandemia sobre la economía. Observamos que el Gobierno había sugerido el año pasado una reforma que generaría un 2% del PIB en ingresos adicionales. El próximo calendario electoral y las recientes dificultades económicas significan que es probable que el Congreso diluya el proyecto de ley.

Mientras tanto, el Comité Consultivo de la Regla Fiscal se adhirió a los argumentos de las autoridades para justificar el mayor déficit en 2021. Sin embargo, advirtió sobre la necesidad de alcanzar sostenibilidad de las finanzas públicas y la estabilidad macroeconómica. El comité señaló la necesidad de reducir el elevado nivel de deuda, destacando la importancia de la esperada reforma

fiscal para recaudar ingresos adicionales, focalizar subsidios y mejorar el gasto público. Por su parte, el Fondo Monetario Internacional (FMI) señaló que un retorno a la regla fiscal en 2022 daría lugar a un fuerte ajuste fiscal que podría descarrilar la recuperación. Más bien, el FMI sugirió que se apruebe un plan de consolidación fiscal más gradual para garantizar la sostenibilidad y credibilidad de las finanzas públicas, a fin de restablecer el objetivo de déficit estructural y reprogramar el horizonte de ajuste en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP). La pregunta seguirá siendo si las agencias de calificación continuarán siendo pacientes y esperarán a ver cómo se desarrolla la consolidación fiscal, o si el país perderá su calificación de grado de inversión a fines de este año. En nuestra opinión, salvo que se implemente una reforma tributaria significativa, los riesgos apuntan hacia este último escenario.

Senda incierta hacia la consolidación fiscal



Fuente: Ministerio de Hacienda; Itaú

Avanza la recuperación de la actividad en el 4T20

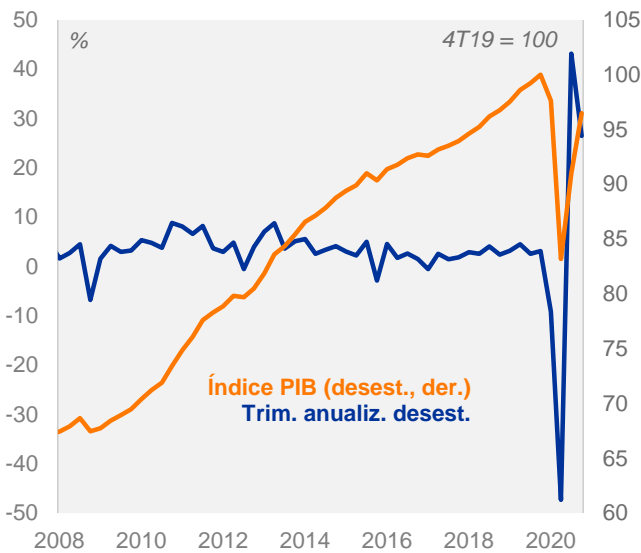
La recuperación económica avanzó durante el último trimestre del año en un escenario de mejora del consumo. La actividad se contrajo 3,6% interanual en el 4T20, recuperándose desde la caída de 8,5% en el 3T20 (revisada al alza en 0,5 p.p.; -15,8% en el 2T20). En el margen, la actividad sumó al incremento trimestral de 9,4% en el 3T20 un aumento de 6,0%, ya que la consolidación de la reapertura económica ayudó a la dinámica general. A pesar de la mejora durante el 2S20, la economía colombiana se

contrajo un considerable 6,8% el año pasado (+3,3% en 2019). Por el lado de la demanda, la gradual recuperación de la actividad está siendo impulsada por el consumo, mientras que la dinámica de la inversión mejora lentamente y las exportaciones siguen siendo un lastre constante. Sin embargo, el mercado laboral colombiano se debilitó considerablemente al inicio de 2021, ya que el impacto de un nuevo endurecimiento de las restricciones a la movilidad llevó a la pérdida de empleos. La tasa de desempleo urbano se situó en enero en 19,5%, registrando el mayor incremento anual (6,6 p.p.) desde septiembre. No obstante, desde entonces se han reducido las restricciones y se espera que se reanude la recuperación del mercado laboral anteriormente en curso.

La aún débil demanda interna se refleja en las contenidas presiones inflacionarias subyacentes.

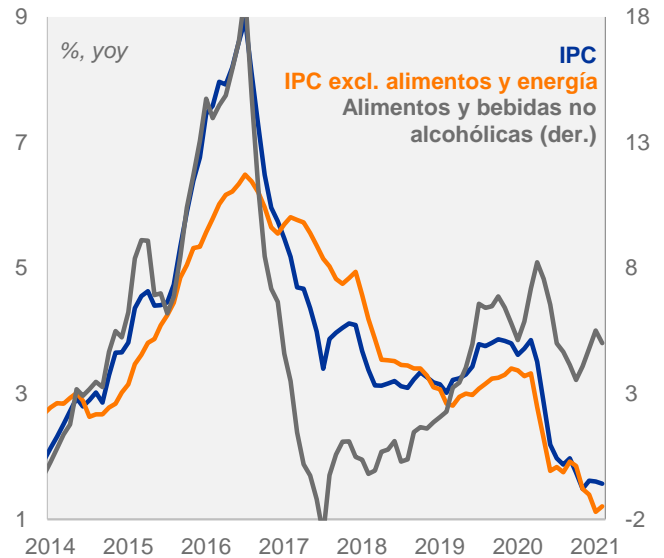
La inflación anual sigue siendo baja y en términos generales estable en 1,56%. La menor presión de los precios de los alimentos generó una desaceleración de los bienes no durables a 2,34% en febrero, desde 2,64% en enero. A pesar de la recuperación de los precios del petróleo, el arrastre del precio de la energía aumentó a una caída de 2,33%, desde -1,91% anteriormente. Excluidos los precios de los alimentos y la energía, la inflación subió desde un mínimo histórico de 1,11% a 1,20%. La inflación de servicios continuó desacelerándose, a 1,18%, desde 1,28%, contrarrestando en parte la aceleración de los bienes durables a 4,11% (2,78% en enero; impulsados por la electrónica).

Avance del repunte económico



Fuente: Dane, Itaú.

Inflación baja y estable



Fuente: Dane, Itaú.

El año pasado se registró un gran déficit de cuenta corriente. El déficit de cuenta corriente se redujo a 3,3% del PIB el año pasado, desde 4,4% en 2019, y fue el más bajo desde 2017. Sin embargo, la corrección fue mucho más leve que la de sus pares en la región, ya que el colapso de la demanda interna se vio considerablemente compensado por el descenso de las exportaciones de energía (petróleo y carbón). Con la reapertura de la economía y la recuperación de los precios del petróleo, la inversión extranjera directa durante el 4T20 (2.200 millones de dólares) mejoró desde el mínimo del ciclo en el trimestre anterior (600 millones de dólares). No obstante, la IED continúa estando 1.300 millones de dólares por debajo de la registrada en el 4T19. Para 2020, la inversión directa neta cubrió alrededor de 3/5 del déficit (4/5 en 2019).

Todos los miembros de la junta directiva del Banco de la República consideran que la recuperación necesita un estímulo monetario sostenido, según declaraciones oficiales. La actividad no volverá a su nivel previo a la pandemia hasta 2022, y la inflación también se mantendrá por debajo de la meta de 3% hasta fines de ese año, según el Gerente Villar. Por su parte, el nuevo codirector Mauricio Villamizar transmitió que, si bien la economía se encuentra débil, existen riesgos en implementar estímulos más allá del nivel actual (tasa de política monetaria en 1,75%), incluida la posibilidad de disuadir flujos de inversión extranjera, alentar a la gente a asumir deuda riesgosa y desanclar las expectativas de inflación. En la reunión de política monetaria de marzo se verán tres caras nuevas

cuando Villamizar y Bibiana Taboada reemplacen a Gerardo Hernández y Ana Fernanda Maiguashca, mientras que el presidente Duque nombró recientemente a Jaime Jaramillo en reemplazo de Arturo Galindo, quien renunció después de un año en la junta directiva.

Estabilidad de la tasa este año

Esperamos que la economía colombiana repunte este año, con un crecimiento de 5,0% (-6,8% en 2020). Tras una desaceleración a principios de año en medio de las restricciones a la movilidad, el impacto positivo de los estímulos monetarios, el programa de vacunación y el aumento de los precios del petróleo apoyarían la senda de recuperación.

Prevedemos que el déficit de cuenta corriente se mantendría estable en un (relativamente amplio) 3,4% del PIB este año (3,3% en 2020). Para 2021, esperamos que una perspectiva benigna para los precios del petróleo y la economía global apoye las exportaciones, compensando el efecto de la recuperación de la demanda interna y el fortalecimiento del peso colombiano. En este contexto, seguimos proyectando un tipo de cambio de 3.450 pesos/dólar para fin de año, y una depreciación a 3.550 en 2022.

Proyectamos una inflación de 2,8% para fin de año (1,61% en 2020). La reapertura económica, junto con la eliminación de los subsidios a los precios y las exenciones fiscales, apoyarían una mayor inflación desde los mínimos actuales.

Nuestro escenario de referencia considera una tasa estable en 1,75% para este año. Si bien el importante cambio en la composición de la junta directiva aumenta la incertidumbre para la senda de política monetaria futura en medio de expectativas de inflación todavía bajas (y el hecho de que dos codirectores estuvieron apoyando recortes de la tasa), con el avance de la recuperación económica y las expectativas de inflación a mediano plazo ancladas, creemos que es poco probable que se introduzcan recortes adicionales de la tasa y las alzas probablemente comenzarán a principios del próximo año. Los amplios déficits gemelos de Colombia también juegan en contra de una mayor flexibilización en un entorno de aumento del rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos.

Dado el nuevo lineamiento del Gobierno, ahora esperamos un déficit fiscal de 8,6% del PIB, desde 6,5% anteriormente. Ante la falta de un plan de consolidación fiscal creíble, es poco probable que las métricas de deuda pública mejoren considerablemente a mediano plazo, lo que traería aparejado un perfil fiscal más débil que el de los pares con calificación de grado de inversión. Tanto S&P (BBB-, perspectiva negativa) como Fitch (BBB-, perspectiva negativa) califican a Colombia con la nota de grado de inversión más baja. Este es el riesgo macro clave a monitorear en el corto plazo.

**João Pedro Bumachar
Carolina Monzón
Miguel Ricaurte**

Proyecciones: Colombia

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P
Actividad económica								
Crecimiento real del PIB - %	3,0	2,1	1,4	2,6	3,3	-6,8	5,0	3,5
PIB nominal - USD mil millones	294	282	311	334	323	271	305	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	5.334	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	-3,3	-3,4	-3,4
Inversión extranjera directa - % PIB	4,0	4,9	4,4	3,5	4,4	2,8	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	-7,8	-8,6	-4,0
Deuda pública bruta del gob. central - % del PIB	44,6	45,6	46,4	49,3	50,2	64,8	66,2	65,2

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.