

Escenario macro - Colombia



Escenario Macro | 17 de marzo de 2022

Economía global

Guerra: otro shock inflacionario 2

La Reserva Federal seguirá subiendo las tasas en 200pb este año (con un aumento de 50pb en mayo) dada la elevada y persistente inflación, y ante un nuevo shock que es más inflacionario (+110pb) que recesivo.

Colombia

Una economía fuerte pero desequilibrada 8

El Congreso entrante quedó aún más fragmentado, y el próximo gobierno necesitará una gran capacidad de negociación si quiere avanzar en su agenda legislativa.

Revisión de Escenario

Mundo

	2021		2022		2023	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	6,1	-	3,0	3,6	3,1	3,2

Brasil

	2021		2022		2023	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	4,6	-	0,2	-0,5	0,5	1,0
BRL / USD (dic)	5,57	-	5,50	5,50	5,75	5,75
Tasas de interés (dic) - %	9,25	-	13,00	12,50	8,00	8,00
IPCA (%)	10,1	-	6,5	5,5	3,5	3,5

Argentina

	2021		2022		2023	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	10,3	10,0	2,5	2,5	2,5	2,5
ARS / USD (dic)	102,75	-	162,00	175,00	229	250
BADLAR (dic) - %	34,10	-	43,00	43,00	38	38
Tasa de referencia - %	38,0	-	48,0	48,0	43	43
IPC - %	50,9	-	60,0	60,0	45	45

Colombia

	2021		2022		2023	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	10,6	-	4,5	4,0	2,3	2,5
COP / USD (dic)	4070	-	4000	4000	4000	4000
Tasas de interés (dic) - %	3,00	-	8,00	7,50	5,50	5,50
IPC - %	5,6	-	6,5	5,5	3,7	3,5

América Latina y el Caribe

	2021		2022		2023	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	6,4	6,2	1,2	1,0	1,1	1,6

México

	2021		2022		2023	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	4,8	-	1,5	1,7	1,8	1,8
MXN / USD (dic)	20,53	-	21,00	21,00	21,20	21,20
Tasas de interés (dic) - %	5,50	-	7,75	7,75	7,75	7,75
IPC - %	7,4	-	5,1	4,3	4,1	3,7

Chile

	2021		2022		2023	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	12,0	12,0	2,0	2,0	1,0	1,3
CLP / USD (dic)	851	-	850	850	850	850
Tasas de interés (dic) - %	4,00	-	8,00	8,00	4,25	4,25
IPC - %	7,2	-	7,7	5,2	3,5	3,0

Perú

	2021		2022		2023	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	13,3	13,3	4,0	4,0	3,0	3,0
PEN / USD (dic)	4,00	-	4,00	4,00	4,00	4,00
Tasas de interés (dic) - %	2,50	-	5,00	5,00	4,00	4,00
IPC - %	6,4	-	3,5	3,3	2,8	2,5

Economía global

Guerra: otro shock inflacionario

- ▶ La guerra entre Rusia y Ucrania impulsó los precios de los commodities al alza, un efecto que probablemente durará un par de años. Revisamos al alza el petróleo en 28%, a 115 dólares/barril, los cereales en 15% (trigo +71%, a 12 dólares/búshel, maíz en +14%, a 7,65 dólares/búshel) y los metales en 22% (mineral de hierro +22%, a 140 dólares/tm, cobre +3,2%, a 9.700 dólares/tm).
- ▶ La inflación mundial aumentará a 5,4% (previsión anterior: 4,3%) en 2022, desde 5,1% en 2021. El crecimiento se verá afectado por el aumento de los precios de la energía y los alimentos, así como por condiciones financieras más restrictivas. Redujimos la proyección de crecimiento del PIB mundial este año a 3,0%, desde 3,6%.
- ▶ Los efectos del shock variarán según las regiones: redujimos el crecimiento del PIB de la Zona Euro para 2022 a 3,0% desde 4,0% y ajustamos el crecimiento del PIB de EE.UU. a 3,2% desde 3,5%. En cuanto a China, aumentamos nuestra previsión a 5,3% (anteriormente: 5,0%), con un objetivo de crecimiento oficial de 5,5%, indicando así mayores estímulos. Por su parte, la economía rusa probablemente se contraiga 10% este año.
- ▶ La Reserva Federal seguirá subiendo las tasas en 200pb este año (con un aumento de 50pb en mayo) dada la elevada y persistente inflación, y ante un nuevo shock que es más inflacionario (+110pb) que recesivo.
- ▶ Es probable que el BCE siga normalizando su política, pero a un ritmo más lento. Redujimos nuestra previsión para el euro a 1,15 (desde 1,18) a fines de 2022.

Los precios de commodities permanecerían altos tras el conflicto.

Los precios de energía y commodities agrícolas aumentaron fuertemente en las últimas semanas, tras el estallido del conflicto entre Rusia y Ucrania.

Rusia es uno de los principales productores y exportadores de commodities, desde petróleo y gas natural hasta trigo y fertilizantes. Con la imposición de sanciones desde el Occidente y las interrupciones de los envíos que afectan al comercio mundial, los precios de los commodities subieron cerca de un 20% desde mediados de febrero. Rusia es uno de los mayores productores y exportadores de crudo, con cerca del 10% de la producción y el comercio mundial. Las exportaciones rusas han sido objeto de sanciones gubernamentales a empresas privadas, lo que llevó a que los precios del Brent rompieran la barrera de los 100 dólares/barril.

En medio de la incertidumbre y los riesgos geopolíticos, aumentamos nuestra previsión de Brent para este año a 115 dólares/barril, desde 90 dólares/barril anteriormente. Además, no prevemos algún alivio importante a futuro, ya que el equilibrio mundial del petróleo sigue siendo ajustado, impulsado principalmente por la fuerte demanda, las restricciones de oferta, y las tendencias estructurales hacia la descarbonización.

Los precios de los cereales también registraron fuertes aumentos en las últimas semanas. Juntos, Rusia y Ucrania representan casi el 20% de las exportaciones mundiales de maíz y el 28% de las de trigo. Además, la mayoría de los conflictos están ocurriendo en importantes zonas de cultivo en Ucrania, lo que probablemente provoque pérdidas en la próxima cosecha de trigo de invierno, y también genere preocupación por la próxima cosecha de maíz, que comenzará en un par de meses. En consecuencia, desde mediados de febrero los precios del trigo subieron cerca de un 70%, los del maíz cerca de un 17% y los de la soja, que ya estaban presionados por revisiones a la baja de las cosechas sudamericanas debido al mal tiempo, subieron hasta un 10% en este periodo.

A futuro, continúa la preocupación por el clima mientras Estados Unidos inicia sus cosechas de maíz, soja y trigo de primavera y se realiza la segunda cosecha de maíz en Brasil. Los agricultores también se enfrentan a un aumento de los costos de los insumos, con un incremento de los precios de los fertilizantes y los combustibles. Rusia es uno de los principales exportadores de fertilizantes, con cerca del 15% del comercio mundial, lo que indica que los precios permanecerán más altos durante más tiempo. Además, queda poco margen para aumentar la superficie a corto plazo, ya que la superficie total prevista para la próxima

cosecha de EE.UU. ya se encuentra cerca de los máximos históricos. Por el lado de la demanda, tampoco hay margen para una desaceleración, ya que las importaciones chinas siguen siendo relativamente robustas.

A raíz de los últimos acontecimientos, actualizamos al alza nuestras previsiones para los commodities agrícolas de este año en un +15% promedio. Revisamos al alza el trigo 12,0 dólares/bushel (desde 7,0 dólares/bushel), el maíz a 7,65 dólares/bushel (desde 6,7 dólares/bushel) y la soja a 16,5 dólares/bushel (desde 16,0 dólares/bushel).

Los precios de los metales también aumentaron debido a los riesgos de interrupciones en el suministro. La guerra en Ucrania exacerbó la presión sobre un mercado de metales básicos ya estresado. Rusia es un importante exportador de paladio (44% de la oferta mundial, un insumo para los chips semiconductores), níquel (6%) y aluminio (6%). Por ello, el precio de estos commodities alcanzó nuevos máximos históricos en medio de posibles sanciones o interrupciones al suministro/logísticas: paladio +33%, níquel +104% y aluminio +15%.

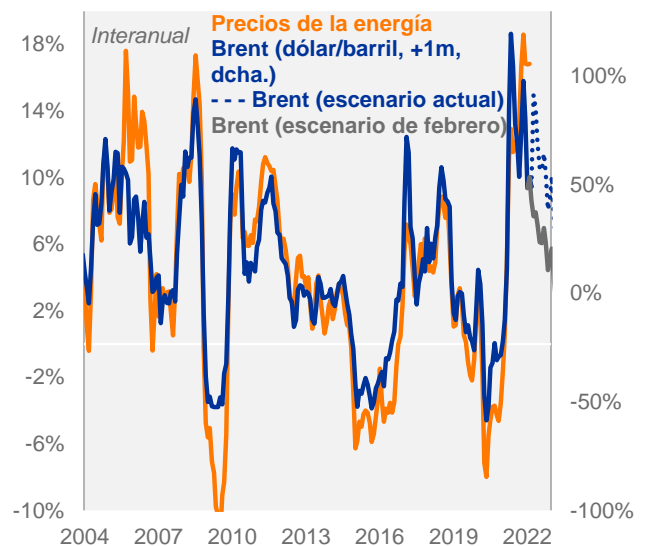
Los minerales de hierro y el cobre dependen menos de la oferta rusa, pero balances más restringidos en aquellos mercados también justifican precios más altos durante más tiempo. Los precios del mineral de hierro también se vieron presionados, alcanzando niveles superiores a 160 dólares/tonelada, ante una postura favorable al crecimiento de las autoridades chinas (ver la sección siguiente) mientras los proveedores redujeron sus metas para este año. Por lo tanto, ahora esperamos que el hierro cotice a 140 dólares/tonelada a fin de año (anteriormente: 115 dólares/tonelada). También revisamos al alza los precios del cobre, a 9.700 dólares/tonelada (anteriormente: 9.400 dólares/tonelada), en un contexto de exceso de demanda en el mercado.

La inflación mundial aumentaría a 5,4% en 2022, con un crecimiento más bajo llegando al 3,0%.

Un aumento del 28% de los precios del petróleo añade 34pb a la inflación mundial, mientras que los cereales/alimentos añaden 60pb. Como se describió anteriormente, nuestro nuevo escenario con precios del petróleo Brent en torno a los 115 dólares por barril (WTI en 110 dólares) impulsa la inflación

energética (ver el gráfico siguiente) y añade 34pb a la inflación mundial. Además, el aumento de los precios de los cereales probablemente impulsará la inflación de los alimentos en todos los países, añadiendo otros 6pb a la inflación mundial.

Los precios del petróleo frente a la inflación de la energía



Fuente: BBG, Itaú

El crecimiento de la economía mundial será menor este año, situándose en 3,0% (desde 3,6%), con una revisión de -0,3 p.p. para EE.UU.; -1,0 p.p. para la UE; -13 p.p. para Rusia; y -0,6 p.p. para el resto del mundo. Estimamos un impacto acotado en EE.UU., ya que no tiene estrechos vínculos comerciales con Rusia y depende menos del petróleo/gas. El aumento del precio del petróleo sólo afecta al 0,5% de los ingresos disponibles de Estados Unidos, mientras que nuestro modelo de consumo estadounidense indica que este aumento tendrá un impacto de 0,2% sobre el PIB este año. Por ello, consideramos un efecto de -0,3% en el crecimiento de Estados Unidos. Por otra parte, la UE tiene relaciones más estrechas con Rusia y se vio más afectada por el aumento de los precios de la energía, más pronunciado en el caso del gas natural. Los ingresos disponibles y las métricas de consumo indican que el efecto podría ser de alrededor de 1,3% del PIB, y suponemos un impacto de -1,0%. Es probable que Rusia sufra una grave recesión de alrededor del 10% por la guerra y los efectos de las sanciones. El crecimiento en China, sin embargo, se revisa al alza (a 5,3%, desde 5,0%), ya que el gobierno probablemente introduzca nuevos estímulos. Así, estimamos que el crecimiento del resto del mundo disminuirá 0,6 p.p., a 2,7%.

	Miles de millones de dólares	Ingresos disponibles	Modelo de consumo	Condiciones financieras	Idiosincrasia
Zona del euro	93	-1.30%	-1.30%	(-)	Escasez energética, automóviles (-)
EUA	90	-0.50%	-0.20%	(-)	Esquisto (+)
RU	24	-1.50%		(-)	Brexit (-)
China		-0.30%			Estímulo (+), Meta de PIB (+)

Europa enfrentará un golpe más fuerte; la normalización de la política del BCE se retrasa, pero no se descarrila

El conflicto inflige un importante golpe de estanflación para Europa, ya que la región depende de Rusia para gran parte de su energía.

La Zona Euro importa alrededor del 35% de su gas natural de Rusia. Por tanto, el principal canal de transmisión de las tensiones geopolíticas a la zona del euro es a través de los altos precios de la energía, en particular del gas natural, que se disparó más de un 140%. Los líderes europeos se han mostrado hasta ahora reacios a imponer las mismas prohibiciones energéticas que el Reino Unido y Estados Unidos.

Revisamos nuestra estimación para el PIB a la baja a 3,0% desde 4,0% y para la inflación al alza a 3,7% desde 2,3% en 2022. El aumento de los precios de la energía golpeará fuertemente el consumo, y existen otros riesgos a la baja, como la posible escasez en producción de energía, y la interrupción del suministro de automóviles debido a la falta de semiconductores si se interrumpe el suministro de ciertos metales (por ejemplo, el paladio) por la guerra entre Rusia y Ucrania.

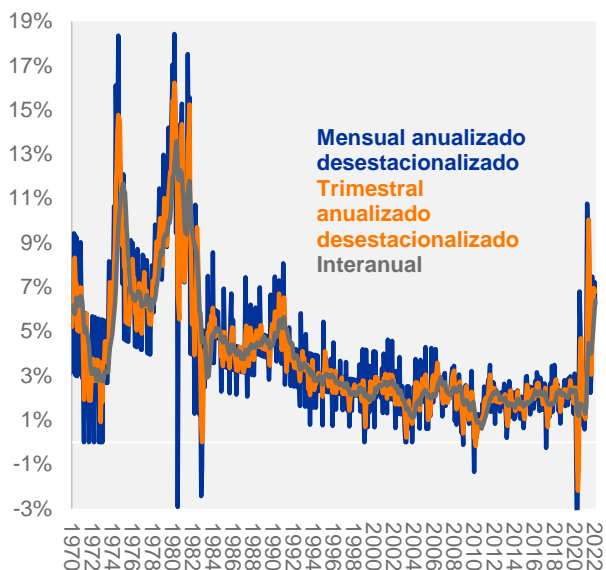
Ante la persistencia de las presiones inflacionarias, el BCE anunció el fin de la flexibilización cuantitativa (QE) en el segundo trimestre y señaló que las alzas de tasas dependerán de los datos. En su reunión de marzo, el Banco Central recortó sus expectativas de compras de activos: 40.000 millones de euros en abril, 30.000 millones de euros en mayo y 20.000 millones de euros en junio, lo que indica el fin de la flexibilización cuantitativa en el segundo trimestre. Además, el BCE está ahora dispuesto a subir las tasas "en algún momento posterior" al final de la flexibilización cuantitativa, aunque dependerá de los datos. Dado que el panorama se torna más incierto, ahora esperamos que el Banco Central suba la tasa sólo en diciembre (en nuestro escenario anterior, esperábamos dos alzas de tasa, en septiembre y en diciembre).

La Reserva Federal seguirá subiendo las tasas en 200pb este año (con un aumento de 50pb en mayo o junio) dado que el nuevo shock es más inflacionario que recesivo.

El crecimiento es resiliente y el shock de la guerra y de los commodities probablemente resulte limitado (-0,3% del PIB). Tras crecer 5,7% en 2021, la actividad se mantiene resistente y los fundamentos económicos siguen siendo favorables. Las hojas de balances de los hogares son sólidos y la confianza de las empresas sigue indicando un escenario favorable hacia la inversión. Estimamos que el shock de la guerra y los commodities tendrá un leve efecto de -0,3% en el crecimiento de EE.UU. este año, lo que lleva nuestra previsión a 3,2% (desde 3,5%). El mercado laboral se encuentra muy robusto, con una sólida creación de puestos de trabajo y una baja tasa de desempleo (3,8%).

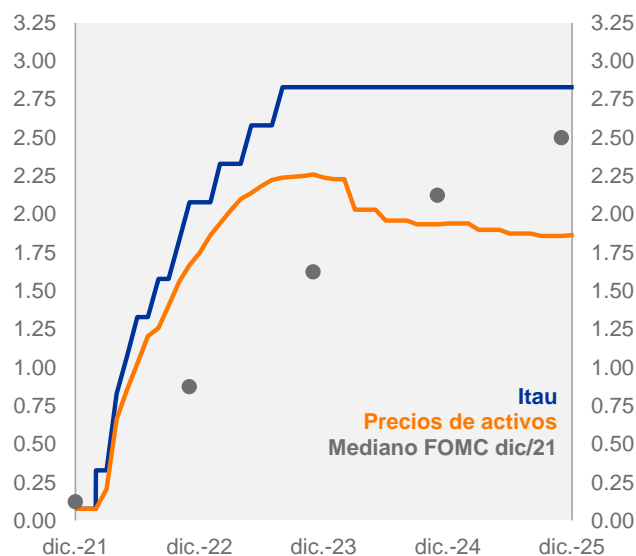
Mientras tanto, la inflación sigue siendo muy alta y persistente y el nuevo shock probablemente añada 110pb al IPC/GCP. Las últimas cifras del IPC subieron a 7,9% interanual (desde 7,5%) y el IPC subyacente a 6,4% (desde 6,0%). Los datos muestran que siguen acumulándose elementos persistentes, como la inflación en vivienda, y una inflación más generalizada. También estimamos que el shock de la guerra y los commodities probablemente añadirán 110pb a la inflación. El petróleo debería añadir unos 60pb, con una estabilización del petróleo WTI en torno a los 110 dólares/barril. Los alimentos deberían añadir unos 20pb, con el aumento de los commodities agrícolas y la prolongación de los cuellos de botella de la oferta con las restricciones a los commodities metálicos procedentes de Rusia que afectan a la producción automotriz mundial, como el paladio, añadiendo así otros 30pb. Los salarios también deberían permanecer elevados, ya que el mercado laboral se encuentra bastante ajustado, lo que impide que la inflación se desacelere una vez que todos estos shocks desaparezcan.

IPC subyacente



Fuente: Haver, Itaú

Precios y proyección de FFR



Fuente: BBG, Itaú

La Fed tiene poca flexibilidad y reaccionará con un aumento de 200pb este año y una FFR terminal (2,75-3,00%) por encima del nivel neutral (2,5%). En su reunión de marzo, el FOMC subió la FFR en 25pb. Sin embargo, el presidente Powell ha indicado que la posibilidad de una fuerte alza "en una o varias reuniones" si la inflación sigue siendo alta y persistente, lo que creemos que así sucederá. Así, esperamos 50pb en mayo, dependiendo de un alto al fuego en Rusia-Ucrania, y un total de 200pb este año. Sin embargo, la reunión de marzo aumentó la posibilidad de más de un alza de 50 pb este año. También seguimos esperando que la tasa de interés terminal alcance 2,75%-3,0%, por encima de la estimación neutral de la Fed de 2,5% o más alto, mientras que los mercados siguen considerando una tasa de interés terminal más baja, en torno al 2,1%. Es probable que la Fed además inicie pronto la reducción de su hoja de balance (anuncio en mayo, a partir de junio) y que reduzca los activos en unos 325.000 millones de dólares este año y en 1 billón de dólares el próximo.

Menor exposición de China al nuevo shock: aumento del PIB a 5,3% (anteriormente: 5,0%) en 2022, con una meta de crecimiento de la Asamblea Popular Nacional de alrededor del 5,5% que probablemente provoque un mayor estímulo

La Asamblea Popular Nacional (APN) fijó la meta de crecimiento para 2022 en "alrededor del 5,5%", en el límite superior de las expectativas del mercado (5-5,5%). Las autoridades confirmaron su postura pro-crecimiento, señalando mayores estímulos fiscales, monetarios y de apoyo al sector inmobiliario. En el frente fiscal, se aplicarán recortes de impuestos (>1% del PIB) y se realizarán inversiones en infraestructuras, revirtiendo la fuerte consolidación del año pasado. La APN indicó que la aplicación de la política monetaria se reforzará y mencionó por primera vez la "ampliación del tamaño de los nuevos préstamos". En cuanto al sector inmobiliario, la APN reiteró el reciente tono de flexibilización. Por último, el gobierno chino no fijó una meta para el consumo de energía por unidad de PIB este año, una señal de su prioridad para evitar cualquier interrupción del suministro o máximos de precios como los causados por las restricciones gubernamentales en la industria pesada y el sector eléctrico en el 2021.

Como las autoridades señalaron que habrá mayores estímulos a futuro, ahora esperamos un crecimiento del PIB de 5,3% en 2022 (anteriormente: 5,0%), en línea con la meta de crecimiento. En medio de unas perspectivas de crecimiento más positivas, ahora prevemos que el yuan se sitúe en 6,30/dólar (6,50 anteriormente). Sin embargo, el reciente brote de Ómicron plantea riesgos a la baja para el crecimiento del primer trimestre y de todo el año.

El sector inmobiliario sigue siendo el principal riesgo a la baja para las perspectivas de crecimiento, aunque las autoridades intensificaron los estímulos en el 2022. El sector inmobiliario aún tiene que recuperarse de la desaceleración impulsada por las políticas del año pasado. Nuestro índice de política inmobiliaria ya mostró una mejora en el margen (ver el gráfico siguiente), que es importante para apoyar la actividad inmobiliaria a partir del segundo trimestre.

China: Señales de flexibilización para el sector inmobiliario



Fuente: Itaú

América Latina: temporalmente blindada por los mayores precios de los commodities

Dado que las economías latinoamericanas son exportadoras netas de commodities y los vínculos comerciales con Rusia son limitados, la mayoría de las monedas de la región tuvieron un buen comportamiento recientemente. Desde principios de año, las monedas de Brasil, Chile, Colombia y Perú registraron importantes aumentos frente al dólar estadounidense. El aumento de las tasas de interés

también ayudó. De hecho, el real brasileño tuvo un rendimiento superior, lo que refleja, al menos en parte, un mayor arrastre. Aunque el endurecimiento de la política monetaria en EE.UU. y la incertidumbre fiscal y política reinante en el país provocarán probablemente un debilitamiento de los tipos de cambio antes de que finalice el año (salvo en el caso de Argentina, donde mantenemos sin cambios nuestras previsiones sobre las divisas), los tipos de cambio promedio de este año serán más fuertes de lo que esperábamos en Brasil, Chile, Colombia y Perú. Por otra parte, el peso mexicano, que debido a la disminución de la producción de petróleo no ha sido un exportador neto de commodities desde 2014, se debilitó frente al dólar estadounidense recientemente.

Sin embargo, el aumento de los precios de los commodities presionará aún más la inflación a futuro. A pesar de la apreciación de la moneda, revisamos al alza nuestras previsiones de inflación para este año en todos los países que cubrimos, exceptuando Argentina. En todos los casos, la inflación terminará 2022 significativamente por encima de las metas de los bancos centrales por segundo año consecutivo.

En este contexto, es probable que los bancos centrales sigan subiendo las tasas de interés, ubicándolas (o manteniéndolas) por encima de los niveles neutrales. Además, estamos aumentando nuestras proyecciones de tasa de política para 2022 para Brasil (a 13% desde 12,5%) y Colombia (a 8% desde 7,5%).

A pesar de nuestras revisiones a la baja para el crecimiento mundial, aumentamos nuestras previsiones de crecimiento para este año para Brasil (a +0,2%, desde -0,5%) y Colombia (a 4,5%, desde 4,0%), mientras que mantuvimos nuestras previsiones de crecimiento para Argentina (en 2,5%), Chile (2,0%) y Perú (en 4,0%). Los ingresos adicionales del sector de commodities y los efectos positivos sobre la inversión deberían compensar la erosión de los salarios reales y el aumento de las tasas de interés del mercado. Nuestras revisiones al alza en Colombia y Brasil también responden a las cifras de actividad más sólidas de lo previsto. Para México, esperamos ahora un crecimiento del PIB de 1,5% (desde 1,7% anteriormente) debido al menor crecimiento de Estados Unidos. Observamos que, incluso entre los exportadores de commodities de la región, esperamos un pobre crecimiento secuencial a lo largo de 2022. Así, el impacto positivo en la actividad de la mejora de los términos de intercambio

sería mucho más débil que el observado a principios de la década anterior y en los cinco años anteriores a la crisis financiera mundial. La mayor preocupación por el medio ambiente que limita la inversión en el sector de commodities podría ser uno de los factores que explican un gasto de capital más débil que en ciclos anteriores. Además, la falta de una clara demanda sostenida de commodities en los próximos años (como lo que se vio durante la expansión económica china en el anterior auge de términos de intercambio) también es otro factor para considerar.

El aumento de los precios de los commodities también alivia temporalmente las presiones sobre las finanzas públicas, beneficiando especialmente a Brasil y Colombia, donde los fundamentos fiscales son más débiles (ambos países cuentan con una calificación por debajo del grado de

inversión). En México, donde la exposición de las finanzas públicas al petróleo es elevada, los ingresos adicionales se utilizarán en gran medida para evitar aumentos de los precios de la gasolina por encima de la inflación general.

Para 2023, estamos reduciendo nuestras previsiones de crecimiento para Brasil (a 0,5% desde 1,0%), Chile (a 1,0% desde 1,3%) y Colombia (a 2,3% desde 2,5%). Nuestra revisión de las previsiones responde al descenso de los precios de los commodities y el aumento de las tasas de interés en Colombia y Brasil.

Proyecciones: Economía global

	2017	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P
Economía mundial							
Crecimiento del PIB Mundial - %	3,8	3,6	2,8	-3,1	6,1	3,0	3,1
EUA - %	2,3	2,9	2,3	-3,4	5,7	3,2	2,0
Zona del Euro - %	2,8	1,8	1,6	-6,5	5,2	3,0	2,1
China - %	7,0	6,7	6,1	2,3	8,1	5,3	4,9
Tasas de interés y monedas							
Fed fondos - %	1,30	2,27	1,55	0,09	0,08	2,08	2,83
Treasury 10 años (EUA), final del período - %	2,40	2,83	2,00	0,93	1,47	2,50	2,67
USD/EUR - final del período	1,20	1,15	1,12	1,22	1,13	1,15	1,18
CNY/USD - final del período	6,5	6,9	7,0	6,5	6,4	6,3	6,3
Índice DXY (*)	92,1	96,2	96,4	89,9	95,7	93,6	93,6
Commodities							
Índice CRB - a/a - %	1,5	-3,8	-4,5	10,3	31,0	32,9	-21,0
Índice CRB - var. media anual - %	6,9	-0,6	-6,0	-3,3	36,7	11,7	-8,1
Índice de Commodities Itaú (ICI) - a/a - %	3,5	-2,2	4,8	10,1	23,2	32,9	-21,0
Índice de Commodities Itaú (ICI) - media anual - %	13,3	10,2	-4,0	-8,4	48,2	10,5	-10,6
Metales - var. media anual - %	25,1	3,1	5,4	6,2	47,4	5,5	-7,6
Energía - var. media anual - %	21,4	24,1	-11,2	-28,4	56,9	59,8	-10,1
Agrícolas - var. media anual - %	-1,5	0,7	-2,1	3,5	41,6	30,6	-9,3

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

Una economía fuerte pero desequilibrada

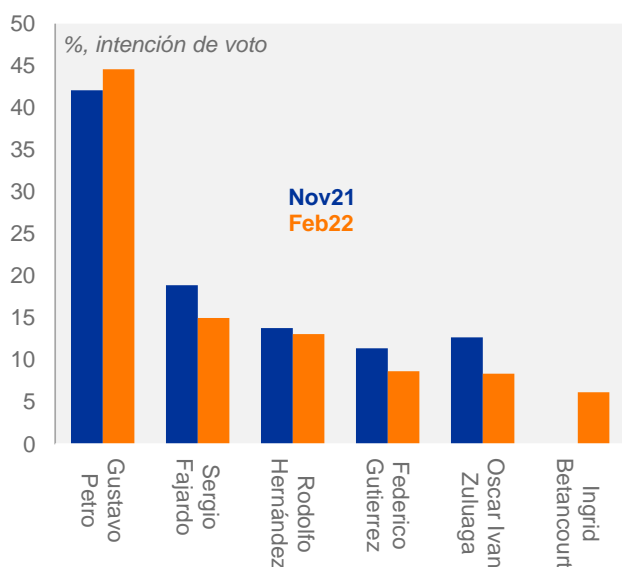
- ▶ Tras las elecciones primarias se ha reducido el número de candidatos presidenciales. Las encuestas y los resultados electorales sugieren que el candidato Gustavo Petro probablemente pasará a la segunda vuelta de junio (las elecciones de primera vuelta se realizarán el 29 de mayo). El Congreso entrante quedó aún más fragmentado, y el próximo gobierno necesitará una gran capacidad de negociación si quiere avanzar en su agenda legislativa.
- ▶ El incremento de los precios de las materias primas debería contribuir a una corrección de los amplios déficits gemelos este año. Como resultado de la dinámica de los precios del petróleo y de una actividad más fuerte de lo previsto a fines de 2021, revisamos nuestra previsión de crecimiento para 2022 en 50pb, a 4,5% (10,6% el año pasado), a pesar de una inflación más alta (6,5%; 5,5% anteriormente) y de mayores tasas de interés (8,0%; 7,5% anteriormente). Dada una política monetaria más restrictiva y los menores precios del petróleo, esperamos que la actividad crezca 2,3% el próximo año, 20pb menos que en nuestro escenario anterior.

Entrando en materia política

En las primarias presidenciales del 13 de marzo, el senador de izquierda Gustavo Petro ganó cómodamente las primarias del Pacto Histórico con el 81% de los votos, mientras que Federico Gutiérrez logró la candidatura del Equipo por Colombia de centroderecha (con 54% del total). Tal como se esperaba, Sergio Fajardo encabezará el pacto de la Coalición Centro Esperanza de centro izquierda, tras obtener 33% de los votos de su coalición, mientras que los votos que obtuvo la coalición en su conjunto fueron menores a lo esperado. En general, el Pacto Histórico (izquierda) lideró con 5,57 millones de votos, obteniendo el 47,5% del total. El Equipo por Colombia (derecha) quedó en un segundo lugar, con más votos de lo esperado, alcanzando 3,99 millones y el 34% del total. Por último, la Coalición Centro Esperanza (de centro izquierda) resultó tercero con 2,16 millones de votos (18,4% del total). En total, 11,7 millones votaron en las primarias de la coalición (lo que significa que 1/3 de los que participaron en las legislativas optaron por no participar en las primarias). Petro, Gutiérrez y Fajardo participarán en la primera vuelta de las elecciones presidenciales del 29 de mayo, junto con otros candidatos, como Ingrid Betancourt y Rodolfo Hernández, entre otros. Hernández ha centrado su campaña en la lucha contra la corrupción, un tema de alto interés para la ciudadanía. Oscar Iván Zuluaga (del Centro Democrático de Duque) se retiró de la campaña presidencial y apoyó al centroderechista Federico Gutiérrez. La primera vuelta de las elecciones presidenciales tendrá lugar el 29 de mayo, con una eventual segunda vuelta el 19 de junio.

Según la encuesta Invamer de la última semana de febrero, previa a las elecciones legislativas, el senador Gustavo Petro sigue liderando la intención de voto para las próximas elecciones presidenciales. Según el sondeo de intención de voto de la primera vuelta, el apoyo de Petro se sitúa en 44,6% (frente a 42,1% de noviembre), seguido por Sergio Fajardo, ex alcalde de Medellín, con el 15% (frente a 18,9%) y por Rodolfo Hernández, ex alcalde de Bucaramanga, con 13,1% (frente a 13,8%). Los bajos niveles de aprobación del presidente Duque se tradujeron en una baja intención de voto para el candidato de su partido, el Centro Democrático, Óscar Iván Zuluaga quien luego de los resultados de las legislativas, dio un paso al costado y declinó su participación en las elecciones presidenciales. Mientras tanto, la misma encuesta sugiere que Petro derrotaría cómodamente a todos los candidatos en el escenario de segunda vuelta, ganando a Fajardo, por ejemplo, 55,8% a 40,2%.

Petro mantiene una ventaja dominante



Fuente: Invamer (24-28 de febrero de 2022)

Surgió un escenario político más dividido tras las elecciones legislativas. En las elecciones para el Congreso se registraron más de 17,3 millones de votos con una tasa de participación de alrededor del 46%. La principal conclusión es que los partidos cercanos al actual gobierno perdieron representación, mientras que aquellos identificados con la izquierda ganaron terreno. El cuerpo legislativo seguirá fragmentado, ya que ningún partido en el Senado alcanzaría más del 15%. El Pacto Histórico (izquierda) logró mejoras (a 14% en el Senado, desde 6,5% previo), mientras que el Centro Democrático, el partido de derecha de gobierno, se situó en torno al 12% (desde 17,5%). Como resultado, el Pacto Histórico y el partido Conservador (derecha) serán los partidos más numerosos en el Senado, ambos con 16 escaños, sustituyendo al Centro Democrático como el partido con la mayor cantidad de legisladores (anteriormente con 19 escaños; el expresidente Álvaro Uribe no participó en las elecciones al Senado). Sin embargo, el Pacto Histórico, y todas las demás fuerzas de izquierda, incluyendo los escaños de la paz, el Partido Verde y los escaños de los ex miembros de las Farc, no serían suficientes para obtener mayorías simples en el Senado (alcanzando 37 de los 108 escaños), por lo que un eventual gobierno de izquierda tendrá que negociar y ampliar la coalición para avanzar en reformas.

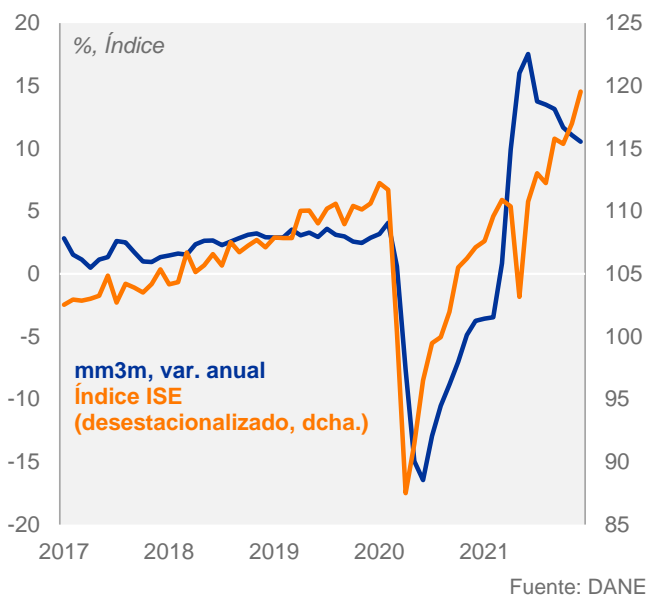
El próximo gobierno enfrentará importantes desafíos.

En 2021, el déficit fiscal se situó en un amplio 7,1% del PIB, a pesar de que la recaudación de ingresos fiscales fue mayor de lo previsto (ya que el crecimiento sorprendió al alza) y el gasto por la pandemia fue menor de lo proyectado inicialmente. Antes de las actuales tensiones geopolíticas, el actual gobierno preveía una consolidación gradual del déficit fiscal, a 6,2% del PIB en 2022 y 4,7% en 2023. El aumento de los precios del petróleo facilitaría el logro de estas metas.

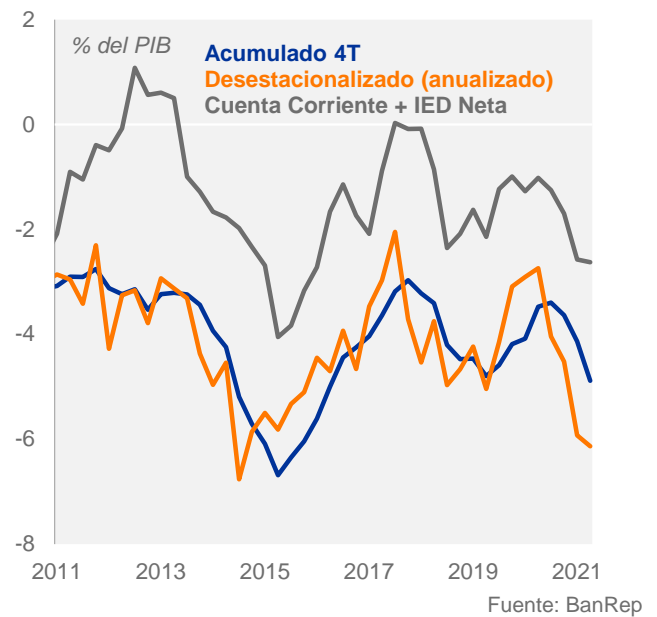
La actividad cerró 2021 a un ritmo más fuerte de lo esperado

Impulsada por el consumo, la economía colombiana superó las expectativas de crecimiento durante el 4T21, lo que se tradujo en una reducción más rápida de la brecha de actividad. El crecimiento del PIB en el 4T21 fue de 10,8% interanual (13,5% en el 3T21), lo que supone una tasa de crecimiento para todo el año de 10,6% (frente a nuestra previsión de 10% y 9,8% del BanRep), que implica un rápido repunte desde el descenso de 7,0% en 2020 (revisado desde -6,8%). El comercio, la industria manufacturera y las actividades profesionales lideraron la actividad en el 4T21, mientras que el desglose de la demanda mostró que el consumo y la mejora de las exportaciones compensaron el debilitamiento de la inversión fija bruta al cierre del año. En el margen, la actividad mostró una segunda expansión secuencial, con incrementos en la mayoría de los sectores comparado con el 3T21, lo que llevó a una tasa de crecimiento anualizada de 18,2% (27% en el 3T). El fortalecimiento de la actividad a fines de 2021 puede vincularse a una mayor flexibilización de las restricciones relacionadas con la pandemia, que aceleró la recuperación de los servicios; al impacto de los incentivos de la exención del IVA; y a los incrementos de los términos de intercambio. A fines de 2021, el PIB de todo el año se situaba en torno a un 7% por encima de los niveles anteriores a la pandemia.

Fuerte actividad a fines de 2021



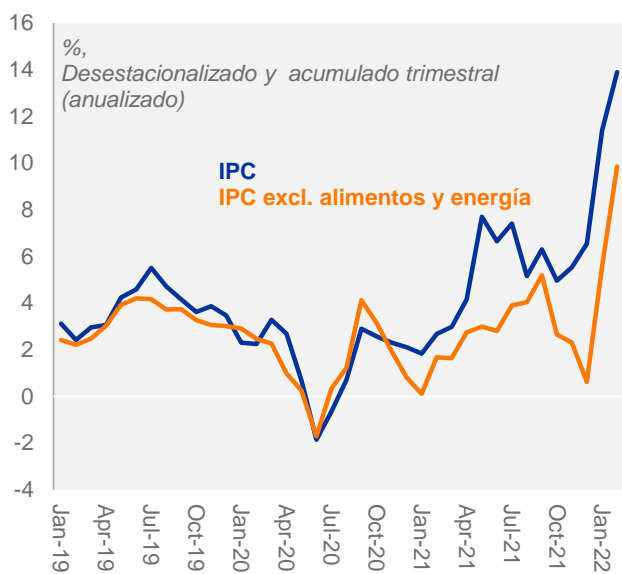
Aumenta el déficit de cuenta corriente en 2021



La sólida demanda interna provocó un fuerte aumento del déficit de cuenta corriente. El déficit de cuenta corriente alcanzó 5,7% del PIB el año pasado, frente a 3,4% en 2020 (revisado al alza 0,1 p.p.) y resultó el mayor desde 2015. El aumento de las importaciones en medio de una sólida demanda interna provocó un fuerte incremento del déficit comercial el año pasado. Además, el aumento de los precios de las materias primas impulsó los beneficios de la inversión extranjera en Colombia, lo que llevó a un mayor déficit de ingresos. Nuestra desestacionalización muestra que el déficit de cuenta corriente aumentó a 7,3% del PIB en el 4T21, desde 6,1% en el 3T21 (4,0% en 2020). Mientras tanto, la inversión extranjera directa (IED) no logró, una vez más, financiar plenamente el déficit de cuenta corriente, cubriendo sólo el 53%. En el período de cuatro trimestres acumulados, la IED ascendió a 9.400 millones de dólares, por encima de los 7.500 millones de dólares registrados en 2020.

La inflación de febrero sorprendió al alza, impulsada por los precios de los alimentos, mientras que la inflación subyacente se aceleró. Los precios al consumidor subieron 1,63% en el mes, impulsados por un aumento de 3,26% de los precios de los alimentos y las bebidas no alcohólicas, un ascenso de 0,71% de los precios de mantenimiento de la vivienda (+23pb) y un aumento de 2,22% de los precios de los restaurantes y hoteles (+22pb). Sobre una base anual, la inflación aumentó a 8,01% en febrero desde 6,94% en enero, alcanzando el nivel más alto desde agosto de 2016. Mientras aumenta el impulso de los precios de los alimentos y la energía, la inflación subyacente también se encuentra en alza, con un incremento de 58pb en febrero, a 4,41%, por encima del límite superior del rango en torno a la meta de 3% del Banco Central por primera vez desde febrero de 2018. En el margen estimamos que la inflación acumulada en el trimestre finalizado en febrero fue de 13,9% (anualizado) acelerándose desde 6,6% en el 4T21, con un registro de la inflación subyacente de 9,9% (anualizado; 0,6% en el 4T21).

Se acelera la inflación subyacente



Fuente: Dane, Itaú.

El choque del petróleo ayudará a la corrección de los déficits gemelos, aunque el aumento de la inflación es un costo

Un arrastre estadístico de la actividad mayor a lo anticipado al cierre del año pasado y términos de intercambio favorables probablemente contrarrestarán los efectos del menor impulso externo. Ahora esperamos que la economía colombiana crezca 4,5% este año (4,0% en nuestro escenario anterior), aunque los riesgos aún apuntan al alza. Para 2023, prevemos un crecimiento económico de 2,3%, 20pb menos que en nuestro escenario anterior, como resultado de menores precios del petróleo, la mayor inflación y el impacto rezagado de los incrementos de las tasas de interés este año.

El efecto positivo de los elevados términos de intercambio sobre las exportaciones probablemente provocará una reducción del déficit de cuenta corriente. Las exportaciones de energía (petróleo y carbón) representan aproximadamente la mitad de las exportaciones de Colombia. Ahora esperamos que el déficit de cuenta corriente se sitúe en un aún amplio 4,1% del PIB (30pb menos que en nuestro escenario anterior), pero menor al déficit de 5,7% registrado el año pasado. El beneficio de los precios del petróleo para la balanza comercial se verá probablemente contenido en

parte por un aumento del déficit de ingresos y un mayor crecimiento de las importaciones. Para 2023 prevemos ahora un déficit de cuenta corriente de 3,7% del PIB (4,1% anteriormente). A pesar de la reciente apreciación del peso, seguimos esperando un tipo de cambio de 4.000 pesos/dólar tanto para fines de 2022 como 2023 debido a incertidumbre de política económica local y a ajustes en la velocidad de la política monetaria en Estados Unidos (que puede ser especialmente perjudicial para una economía con amplios déficits externos).

Las sorpresas consecutivas al alza en la inflación y el ascenso de los precios de las materias nos llevaron a revisar al alza nuestras previsiones de inflación. Para 2022 esperamos ahora una inflación de 6,5% (+100pb por encima de nuestra previsión anterior; 5,6% en 2021). Para 2023 esperamos ahora una inflación de 3,7% (3,5% en nuestro escenario anterior).

El deterioro de las perspectivas de inflación, sumado a la rápida reducción de la brecha de producto y a los amplios déficits gemelos, apoyan una postura más contractiva de la política monetaria. Esperamos una aceleración del ritmo de incrementos de la tasa de política a finales de este mes, a 150pb (llevando la tasa de política a 5,5%) desde el alza de 100pb aplicada en enero. Ahora prevemos una tasa terminal del ciclo de 8,0% (7,5% anteriormente). Sin embargo, dada la expectativa de que la inflación retroceda el próximo año a medida que la demanda interna se reduzca, se espera que el directorio baje la tasa de política a 5,5% en 2023.

El mayor crecimiento y los beneficios de Ecopetrol mayores de lo esperado el año pasado apoyan un déficit fiscal en 2022 menor de lo que proyectábamos anteriormente. Observamos que la mayor parte del impacto de las variaciones del precio del petróleo en las cuentas fiscales se materializaría en el siguiente año fiscal. Ahora esperamos un déficit nominal de 5,8% del PIB en 2022, 0,7 p.p. menor que nuestra estimación anterior. Para 2023 esperamos un déficit de 3,8% del PIB, gracias a los mayores ingresos del sector petrolero.

João Pedro Bumachar
Andrés Pérez
Carolina Monzón

Proyecciones: Colombia

	2017	2018	2019	2020	2021	2022P		2023P		
						Actual	Anterior	Actual	Anterior	
Actividad económica										
Crecimiento real del PIB - %	1,4	2,6	3,3	-6,8	10,6	4,5	4,0	2,3	2,5	
PIB nominal - USD mil millones	311	334	323	272	318	336	307	348	328	
Población (millones de habitantes)	49,3	49,8	50,4	50,9	51,4	51,8	51,8	52,2	52,2	
PIB per cápita - USD	6.308	6.704	6.417	5.335	6.188	6.471	5.920	6.673	6.281	
Tasa de desempleo (prom. anual)	9,4	9,7	10,5	16,1	13,7	12,0	11,0	11,0	10,6	
Inflación										
IPC - %	4,1	3,2	3,8	1,6	5,6	6,5	5,5	3,7	3,5	
Tasa de interés										
Tasa de referencia - final del año - %	4,75	4,25	4,25	1,75	3,00	8,00	7,50	5,50	5,50	
Balanza de pagos										
COP / USD - final del período	2.932	3.254	3.287	3.428	4.070	4.000	4.000	4.000	4.000	
Balanza comercial - USD mil millones	-6,0	-7,0	-10,8	-10,1	-15,4	-6,0	-8,0	-5,5	-6,5	
Cuenta Corriente - % PIB	-3,5	-4,2	-4,6	-3,5	-5,7	-4,1	-4,4	-3,7	-4,1	
Inversión Extranjera Directa - % PIB	4,4	3,5	4,4	2,8	3,0	4,6	4,6	4,2	4,3	
Reservas Internacionales - USD mil millones	47,6	48,4	53,2	59,0	58,0	60,0	60,0	62,0	62,0	
Public Finances										
Resultado Nominal Gob. Central - % del PIB	-3,6	-3,1	-2,5	-7,8	-7,1	-5,8	-6,5	-3,8	-4,5	
Deuda Pública Bruta Gob. Central - % del PIB	46,4	49,3	50,2	64,8	63,5	62,2	63,9	61,9	64,0	

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.