

Escenario macro - Colombia



Escenario Macro | 13 de mayo de 2021

Economía global

Mayor brecha entre MD-ME 2

A medida que los mercados desarrollados y China controlan la pandemia, su PIB regresa a los niveles previos al choque. El escenario es más complejo entre los emergentes, particularmente India que es el centro de la pandemia en la actualidad. Las presiones inflacionarias globales aún parecen transitorias.

Colombia

Débil perspectiva fiscal..... 9

El gobierno presentó su reforma tributaria al Congreso, pero su inmediato rechazo y las protestas llevaron al retiro de la iniciativa y a la renuncia del ministro de Hacienda. El nuevo ministro deberá redactar un nuevo proyecto de ley, aunque una mayor dilución implicaría que no se garantice una consolidación fiscal significativa y que sea más probable que se reduzca la calificación crediticia.

Revisión de Escenario

Mundo

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	6,3	6,3	4,5	4,4

Brasil

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

Argentina

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	6,0	6,0	2,5	2,5
ARS / USD (dic)	116,00	116,00	159,00	159,00
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 - %	5,0	5,0	3,5	3,5
COP / USD (dic)	3600	3600	3700	3700
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 - %	3,5	3,5	4,0	4,0
PYG / USD (dic)	6700	6700	6900	6900
Tasas de interés (dic) - %	1,25	1,50	3,50	3,50
IPC - %	3,0	3,0	4,0	4,0

Fuente: Itaú.

América Latina y el Caribe

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	5,2	5,1	2,3	2,3

México

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	6,0	6,0	3,4	3,4
MXN / USD (dic)	19,00	19,00	19,50	19,50
Tasas de interés (dic) - %	4,00	4,00	4,00	4,00
IPC - %	4,4	3,9	3,5	3,4

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) - %	0,75	0,75	1,75	1,75
IPC - %	3,0	3,0	3,0	3,0

Perú

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	10,2	10,7	4,5	4,5
PEN / USD (dic)	3,60	3,60	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

Mayor brecha entre MD-ME

- ▶ A medida que los mercados desarrollados -MD- (y China) controlan la pandemia, observamos que su PIB regresa a los niveles previos al choque en un corto período, ya que las consecuencias parecen limitadas. El escenario es más complejo entre los mercados emergentes -ME-.
- ▶ Europa: revisamos el crecimiento a 4,9% (desde 4,5%) para 2021 y a 5,2% (desde 4,2%) para 2022. Proyectamos que el rendimiento del bono alemán a 10 años será de 0% y el tipo de cambio se encontrará en 1,22 euros/dólar para fin de año.
- ▶ Estados Unidos: recuperación de la nómina de empleo e inflación transitoria en el 2T21.
- ▶ China: ya se encuentra en una tendencia previa a la pandemia y reduciendo el estímulo. El sector de vivienda perderá fuerza en el 2S21, aunque con bajo riesgo de interrupciones.
- ▶ India es el último de los ME que lucha contra la pandemia.
- ▶ Inflación global: precios más altos de alimentos y metales debido a efectos climáticos, restricciones a la oferta y robusta demanda. Sin embargo, hasta ahora, la inflación de servicios continúa mostrando un buen desempeño.
- ▶ América Latina: El contagio del COVID-19 se interpone en el camino de los ajustes que se necesitan.

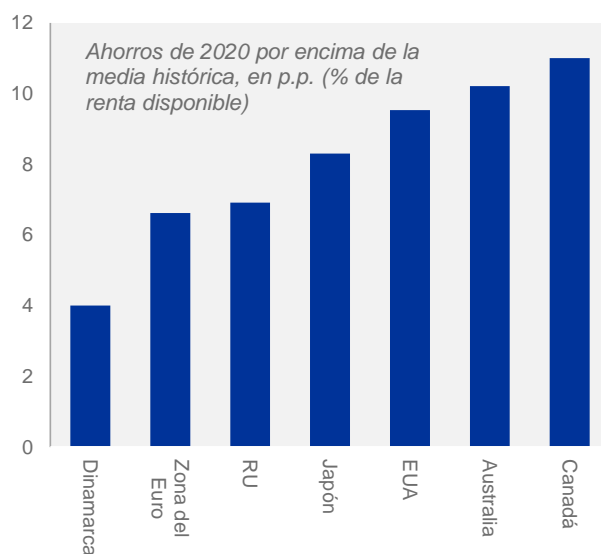
A medida que los MD (y China) controlan la pandemia, observamos que su PIB regresa a los niveles anteriores a la pandemia en un corto período, ya que las consecuencias parecen limitadas.

Estados Unidos y el Reino Unido lideraron el proceso de vacunación, pero Europa y otros MD están recuperando el ritmo con el control del virus.

Aunque Estados Unidos (45% de la población vacunada) y el Reino Unido (51%) mantienen la delantera, la Unión Europea (27%) incrementó considerablemente su ritmo de vacunación, permitiendo una reapertura en los próximos meses, como sucede con otros MD, como Canadá (37%) y Noruega (27%). Japón sigue siendo el más rezagado entre los MD (2%). China ya controló la pandemia el año pasado y ahora la tasa de vacunación se está acelerando (21%).

Las consecuencias parecen limitadas, y el PIB de los MD se recuperaría por completo a principios del próximo año. Esperamos que el daño económico sea limitado ya que las hojas de balance de hogares y empresas se mantienen sólidas, lo que permite una recuperación sostenida del crecimiento. Las tasas de ahorro de los hogares aumentaron en su mayoría y siguen siendo altas en los principales MD, mientras que el empleo en la mayoría de los países aún se está recuperando.

La hoja de balance de hogares se mantiene sólida



Fuente: Haver Analytics

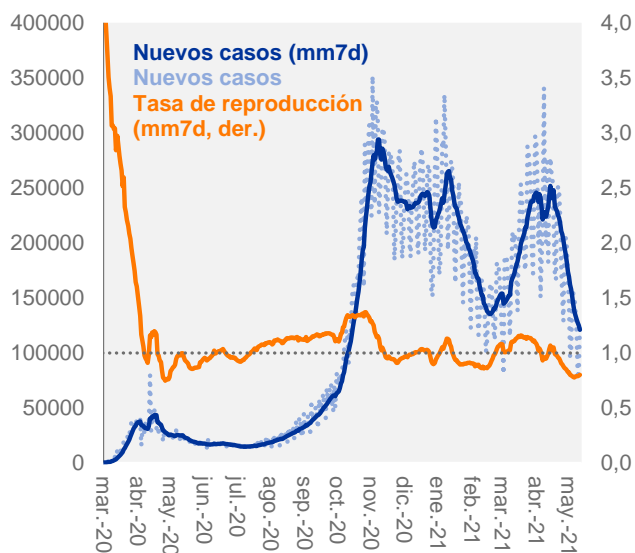
Europa: mayor crecimiento en 2021 y 2022

Esperamos una reapertura uniforme y una economía resiliente para garantizar un repunte mayor en la Zona Euro, con un crecimiento del PIB que alcanzaría 4,9% (4,5% anteriormente) este año y 5,2% (4,2%) en 2022. Las tasas de contagio se desaceleraron tras alcanzar nuevos máximos en abril, y las vacunaciones se aceleraron después de un

comienzo lento, con una tasa de vacunación de más del 25% de la población a principios de mayo. Este escenario permitirá que las principales economías (principalmente Alemania y Francia) comiencen a flexibilizar las restricciones este mes. Estimamos que el crecimiento del PIB en el 2T se recuperaría a 1,6% trimestral, tras una contracción de 0,6% en el 1T21.

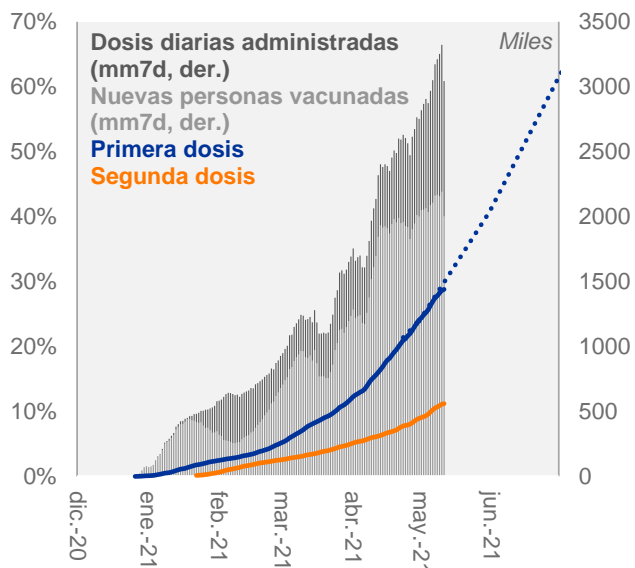
SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA
VIGILADO

Baja el contagio en Europa...



Fuente: Johns Hopkins University

...mientras se acelera la vacunación



Fuente: Our World in Data, Itaú

No consideramos que haya razones suficientes como para observar importantes consecuencias económicas en la Zona Euro esta vez, la actividad económica retomaría los niveles anteriores a la

crisis. Las respuestas fiscales y monetarias fueron rápidas, sólidas y aparentemente suficientes para mantener a flote a hogares y empresas, como se mencionó anteriormente. El ingreso disponible se mantuvo prácticamente sin cambios en la Zona Euro como consecuencia de la reciente crisis. Además de la resiliencia del ingreso disponible y de los datos de confianza, los datos duros también indican fortaleza en Europa, con una aceleración de las ventas minoristas en Alemania en marzo (7,7% mensual), cuando se flexibilizaron parcialmente las medidas de confinamiento.

Ventas minoristas se aceleran en Alemania tras flexibilización de confinamientos

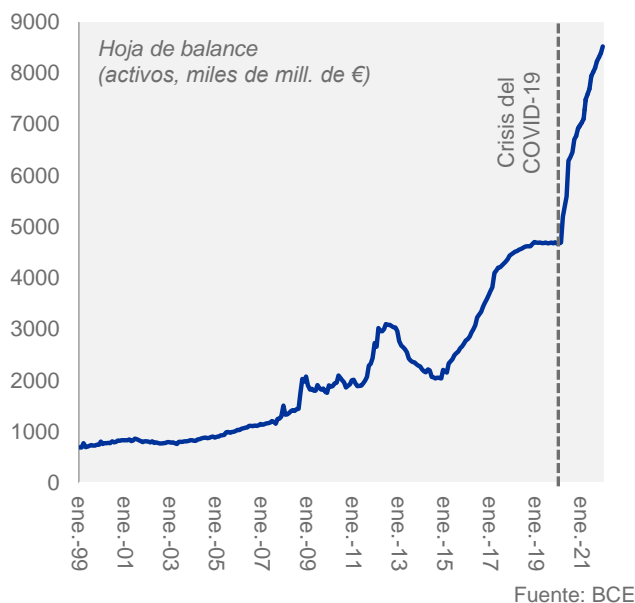


Fuente: StBa, INSEE, Haver

La crisis del COVID-19 afectó más profundamente a las economías más frágiles, que dependen en gran medida del turismo, aunque las respuestas sólidas y unificadas a la crisis mitigaron el riesgo en la periferia. El BCE actuó rápidamente para contener el riesgo financiero en la Zona Euro, con un importante programa de compras de activos. La crisis también desencadenó una respuesta fiscal unificada histórica en Europa, con la propuesta del Fondo de Recuperación, que proporcionará estímulo a los estados miembros de la UE que lo necesiten. Además del frente fiscal y monetario, la avanzada inmunización entre los MD y la iniciativa de pasaportes de vacunación también permitirán un retorno paulatino del turismo, a partir de este verano, lo que evitaría grandes pérdidas en los países de la periferia.

Itaú Corpbanca Colombia S.A.

Respuesta sólida del BCE a la crisis del COVID-19



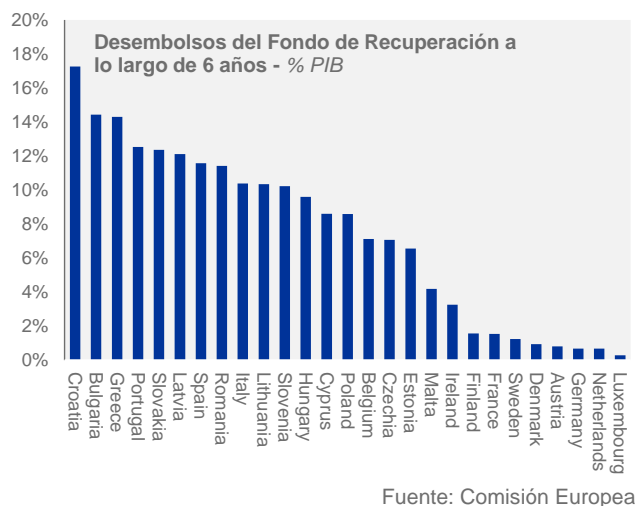
Estados Unidos: recuperación de la nómina de empleo e inflación transitoria en el 2T21

A medida que continúa la reapertura, la actividad se mantiene robusta y el mercado laboral se recupera. Se vacunó al 45% de la población de Estados Unidos y los rebrotes repentinos localizados, como en Michigan, no se extendieron lo suficiente como para afectar los casos, hospitalizaciones y muertes a nivel nacional. Esto permitió que continuara la reapertura económica y que los datos de actividad se mantuvieran sólidos. Después de un crecimiento del PIB de 6,4% trimestral en el 1T21, esperamos una aceleración a 11,5% en el 2T21. Seguimos previendo un crecimiento de 6,7% este año y de 4,7% para 2022. Una sólida recuperación también está liderando la mejora del mercado laboral.

La inflación subyacente mostrará un incremento transitorio en el 2T21 impulsado por la reapertura y los efectos de base. El índice de precios del consumo subyacente subió a 1,8% interanual en marzo, impulsado principalmente por cierta normalización en los sectores más sensibles al confinamiento, como hotelería y recreación, pero también debido a los favorables efectos de base. Esperamos que supere el 2,4% en abril y mayo, debido a estos factores transitorios, antes de desacelerarse nuevamente en el 3T a 2,0%, y finalizar 2021 en 2,2%. Un mercado laboral más robusto probablemente dará lugar a presiones salariales e inflacionarias recién en 2022.

La Fed debatiría el recorte de compras de activos en el 2S21. Los miembros del FOMC ya comenzaron a debatir las condiciones para que la Fed retire el estímulo. Aunque Powell y otros miembros del directorio han estado confirmando su lineamiento de que debería sostenerse la flexibilización cuantitativa (QE) durante "cierto tiempo aún, hasta que se produzcan avances sustanciales", algunos miembros aclararon las métricas sobre este progreso, como Thomas Barkin, que apunta a que la relación empleo-población vuelva a los valores previos al Covid, y otros que ya consideran que es hora de debatir el recorte de las tasas, como Robert Kaplan. Esperamos que se implemente un recorte en el 1T22 y que exista un alza a la tasa de interés en el 1T23.

Fuerte apoyo fiscal también



Es probable que el repunte en Europa a partir del 2T21 impulse aún más el euro, a 1,22, y el rendimiento del bono alemán a 10 años a 0,0% para fin de año. A medida que las economías se reabren y los datos económicos confirman el repunte, prevemos que la moneda se apreciaría desde el actual 1,20. También esperamos que la mejora de la percepción económica con las economías acercándose más a los niveles previos al Covid haga que vuelvan a considerarse alzas de tasa hacia adelante, lo que elevaría las tasas de mercado a término y llevaría el rendimiento del bono alemán a 10 años a 0,0% desde el actual -0,23%.

China: ya se encuentra en una tendencia previa a la pandemia y reduciendo el estímulo. El sector de vivienda perderá fuerza en el 2S21, aunque con bajo riesgo de interrupciones.

A medida que la actividad vuelve a su tendencia anterior a la pandemia, las autoridades han ido reduciendo gradualmente el estímulo. Los datos de marzo mostraron una mayor normalización de la actividad con un robusto nivel de consumo e inversión. El crecimiento de las exportaciones y la manufactura se mantiene en un nivel alto, aunque menor que en el 4T20. En su reunión trimestral, el Comité Político reiteró que no habrá un cambio brusco en la postura de política para apoyar una recuperación sostenida. Las autoridades también se comprometieron a acelerar las reformas estructurales, centrándose en el crecimiento a largo plazo y el control del riesgo estructural, como la deuda de los gobiernos locales, los precios de las viviendas y la competencia justa de las plataformas de Internet.

La vivienda perderá fuerza en el segundo semestre de 2021, aunque el riesgo de interrupciones es bajo. Las autoridades han eliminado el estímulo del sector inmobiliario desde el 3T20. Las ventas de viviendas se moderaron un poco en el 1T21 y continuarán viéndose afectadas debido a nuevas medidas de ajuste en 2021. Sin embargo, esperamos una mejora en la construcción en el 2T21. Por lo tanto, es probable que el sector inmobiliario se modere en el 2S21, aunque no será perjudicial para la economía porque: i) el estímulo específico del sector del año pasado fue moderado; ii) el crédito no inundó al sector, como en ciclos anteriores; y iii) los inventarios se encuentran en un nivel bajo, lo que indica un mayor equilibrio en el sector inmobiliario.

Proyectamos un crecimiento del PIB de 8,5% en 2021 y 5% en 2022. También estimamos un yuan en 6,50 para fines de 2021 y en 6,75 en 2022 con un dólar más fuerte a nivel mundial.

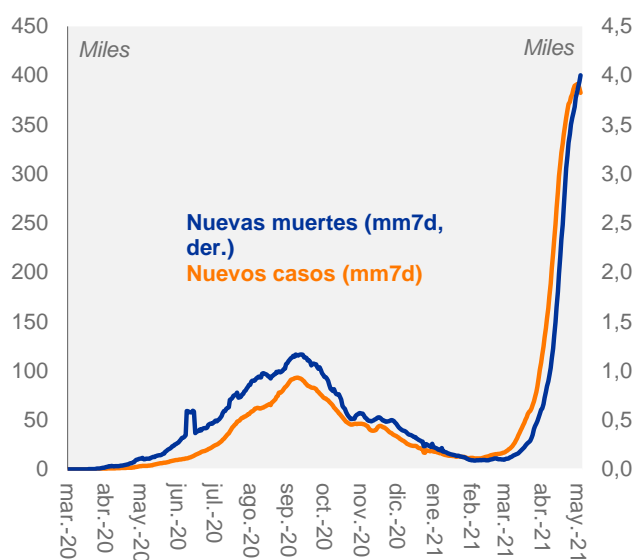
India es el ME que más recientemente lucha contra la pandemia.

India es ahora el centro de la pandemia mundial. El país registró más de 350 mil nuevos casos diarios durante las últimas semanas y las nuevas muertes diarias alcanzaron las 3,5 mil (ver gráfico). La "cepa india" altamente transmisible (B.1.617) representa

>50% de los nuevos casos. No se impuso ningún confinamiento nacional, aunque algunas ciudades y estados anunciaron restricciones, incluidos toques de queda y prohibiciones de viajes y actividades no esenciales.

El consenso del mercado recortó la estimación del PIB a 10% en 2021 (desde 11%) debido al nuevo brote del virus, que se encuentra por debajo de la proyección del FMI de 12,5%. Incluso con esta nueva perspectiva, mantenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB mundial en 6,3% este año.

India es el nuevo centro mundial de la pandemia



Fuente: Johns Hopkins University

Inflación global: mayores precios de alimentos y metales debido a efectos climáticos, restricciones a la oferta y robusta demanda. Sin embargo, hasta ahora, la inflación de servicios muestra un buen desempeño.

Los precios agrícolas registraron un marcado aumento durante las últimas semanas. Los motores principales detrás de la variación fueron las mayores preocupaciones sobre la oferta debido al clima seco tanto en Brasil como en Estados Unidos, mientras que una robusta demanda de China también contribuye a un desajuste entre la oferta y la demanda. Una combinación de inventarios iniciales bajos en un año de importante actividad de La Niña trajo aparejado una escasa disponibilidad de granos a principios de año. Hacia adelante, continúan las preocupaciones climáticas mientras Estados Unidos avanza en sus cultivos de maíz, soja y trigo de primavera y la *safrinha*

de maíz brasileña no muestra signos de alivio por lluvia después de las cruciales próximas semanas. 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.

Siguiendo la tendencia reciente, actualizamos nuestra proyección de materias primas agrícolas al alza para este año, a +15% en promedio. Revisamos al alza el maíz a 6,0 dólares/bushel (desde 5,0 dólares/bushel), la soya a 13,5 dólares/bushel (desde 12,0 dólares/bushel) y el trigo a 6,5 dólares/bushel (desde 6,2 dólares/bushel).

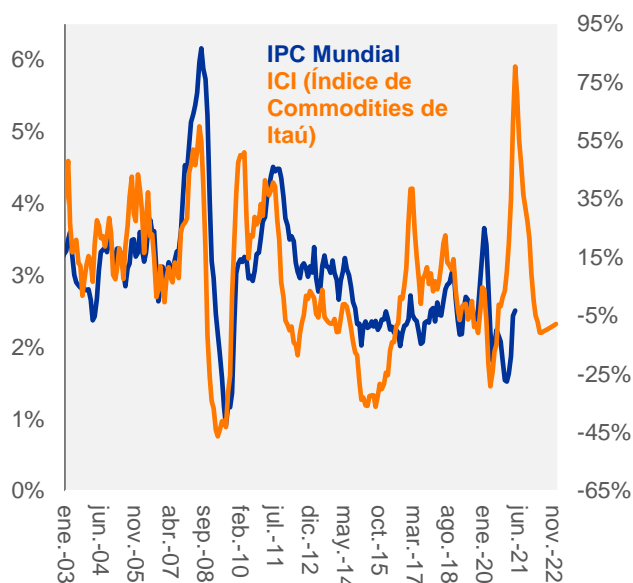
Los precios del cobre y el mineral de hierro subieron a máximos de una década, y alcanzaron 10 mil dólares/ton y 190 dólares/ton, respectivamente. Tanto la demanda como la oferta influyeron en las alzas del mes. Para el mineral de hierro, la demanda se vio respaldada por la marcada alza de pedidos chinos y la recuperación de la producción de acero en el resto del mundo, mientras que el clima adverso y los problemas operativos limitaron la oferta. La demanda de cobre está siendo respaldada por la recuperación del crecimiento global en un escenario de bajos inventarios y preocupaciones sobre posibles interrupciones mineras.

Revisamos al alza nuestra proyección para el precio del mineral de hierro, a 130 dólares/ton (desde: 120) para fines de 2021 y a 105 dólares/ton (desde: 95) para fines de 2022.

Para el cobre, ahora esperamos que los precios cierren este año en 8.800 dólares/lb (desde 8,15 mil) y en 9 mil dólares/lb (8,2 mil) para fines de 2022. El descenso de los precios *spot* se vio respaldado por una flexibilización más gradual de las condiciones del mercado a corto plazo.

La inflación global continuará bajo presión durante los próximos meses debido a los continuos cuellos de botella de las restricciones sobre la oferta y al aumento de los precios de las materias primas. El IPC global perderá fuerza en el 2S21 a medida que se corrigen los precios de las materias primas y se disipan los efectos de base (ver gráfico).

Presión inflacionaria transitoria



Fuente: Haver, Itaú

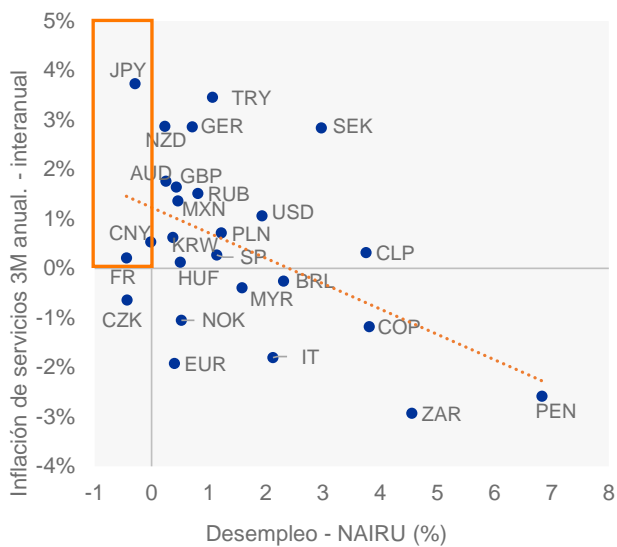
A pesar de la presión inflacionaria de los bienes, los precios de los servicios se mantienen bajos (ver gráfico). En la mayoría de los países, la recuperación del mercado laboral es aún incompleta. Hasta ahora, ningún país ha entrado en territorio de bajo desempleo, elevando la inflación de servicios (ver gráfico). La recuperación sostenida del crecimiento económico mundial podría generar una normalización más sólida de la inflación de servicios en 2022.

Sin presión sobre la inflación de servicios



Fuente: Haver, Itaú

El desempleo aún no presiona a los servicios



Fuente: Haver, OCDE, Itaú

potencial crecimiento. En cualquier caso, se espera que el nuevo proyecto de ley tenga como objetivo alrededor de la mitad de los recursos inicialmente previstos, por lo que incluso si se aprueba, será difícil evitar la pérdida del grado de inversión. Mientras tanto, en Chile, el Congreso aprobó un tercer retiro del 10% de los fondos previsionales y el gobierno no logró convencer al Tribunal Constitucional de intervenir y bloquear el proyecto de ley. Un entorno de baja deuda pública, baja popularidad del gobierno en medio de un significativo sentimiento contra el sistema, altos precios del cobre, una pandemia y dos elecciones convencieron a los legisladores chilenos de seguir respaldando las medidas populistas. Por último, en Perú, el candidato radical antisistema Pedro Castillo sigue liderando las encuestas para la segunda vuelta de las elecciones presidenciales, aunque su margen de ventaja ha caído a medida que avanzaban las campañas.

A pesar de los reveses políticos y el contagio prolongado, aumentamos nuestras proyecciones de crecimiento para Brasil para este año (a 4,0%, desde 3,8%) y mantuvimos nuestras expectativas de PIB para la mayoría de los países que cubrimos (excepto Perú). Si bien la introducción de restricciones a la movilidad elimina los riesgos al alza que existen en nuestras proyecciones para algunos países, las economías parecen estar mejor adaptadas a las restricciones a la movilidad. Además, el elevado crecimiento mundial (mejora de los términos de intercambio), la política monetaria flexible en el exterior y en el país y un significativo efecto estadístico son factores que impulsan el crecimiento por sobre el potencial este año.

Dado que la frágil situación fiscal mantiene débil al real y contribuye a una mayor inflación, el BCB implementó una segunda alza de la tasa de interés de 75pb en mayo, a diferencia de otros bancos centrales de la región, que no están indicando ningún interés en aumentar la tasa en el corto plazo. Sin embargo, esperamos que comience un ciclo de normalización en Chile a fines de este año, ya que un importante estímulo (también a través de retiros anticipados de pensiones) y precios favorables del cobre generan una reducción de la brecha del producto. En Colombia y Perú, esperamos aumentos de la tasa de interés recién el próximo año, aunque la incertidumbre política podría generar una contracción de las condiciones financieras, obligando a las autoridades a actuar antes. En México, la inflación se mantuvo persistentemente alta, eliminando las probabilidades de una mayor flexibilización. Sin

América Latina: El contagio del COVID-19 se interpone en el camino de los ajustes que se necesitan.

Los acontecimientos políticos de las últimas semanas indican que, al menos mientras el contagio continúe perjudicando la economía, las autoridades de la región tendrán dificultades para preservar los fundamentos fiscales. Aunque el presupuesto 2021 en Brasil finalmente se aprobó después de un prolongado debate, implicará un gasto de alrededor de 100 mil millones de reales por sobre el nivel dictado por el límite de gastos primarios federales. En Argentina, los medios de comunicación informan sobre conflictos entre el ministro de Economía y el ala kirchnerista del gobierno, dado que este último se resiste a los aumentos de precios de los servicios públicos necesarios para frenar el déficit fiscal. En tal entorno, un acuerdo con el FMI (posiblemente la única ancla para los activos de Argentina en este momento) se encuentra en riesgo. En medio de importantes protestas en Colombia, el gobierno se vio obligado a retirar su propuesta de ley de reforma tributaria del Congreso y el ministro de Hacienda, Alberto Carrasquilla, renunció. Se espera una nueva versión del proyecto de ley en los próximos días, eliminando elementos polémicos (medidas para el IVA y ampliación de la base del impuesto sobre la renta de las personas físicas), al tiempo que posiblemente incluya cargas adicionales (en relación con la versión retirada) para los ciudadanos y empresas más ricos, lo que pone en riesgo el

embargo, una amplia brecha del producto, un buen desempeño de la moneda y una tasa de interés real ex ante a corto plazo ya positiva incidirían en la trayectoria de alzas de tasas, al menos por ahora

Proyecciones: Economía global

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P
Economía mundial								
Crecimiento del PIB Mundial - %	3,5	3,3	3,8	3,6	2,8	-3,3	6,3	4,5
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
Tasas de interés y monedas								
Fed fondos - %	0,2	0,5	1,3	2,3	1,6	0,1	0,1	0,1
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	1,22	1,15
CNY/USD - final del período	6,5	6,9	6,5	6,9	7,0	6,5	6,5	6,8
Índice DXY (*)	98,6	102,2	92,1	96,2	96,4	89,9	90,3	94,1
Commodities								
Índice CRB - a/a - %	-15,1	12,0	1,5	-3,8	-4,5	10,3	9,5	-7,8
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	9,5	-7,8
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	39,2	-16,0
Energía - var. media anual - %	-44,7	-14,5	21,4	24,1	-11,2	-28,4	41,7	5,5
Agrícolas - var. media anual - %	-16,0	-0,4	-1,5	0,7	-2,1	3,5	36,0	-12,8

Fuente: FMI, Bloomberg, Itaú

* El DXY es un índice para el valor internacional del dólar americano, que mide su desempeño en relación a una cesta de monedas incluyendo: euro, yen, libra, dólar canadiense, franco suizo y corona sueca.

Colombia

Débil perspectiva fiscal

- ▶ El gobierno presentó su reforma tributaria al Congreso, pero el inmediato rechazo político y las violentas protestas llevaron al retiro de la iniciativa y a la renuncia del ministro de Hacienda, Alberto Carrasquilla, y otros actores políticos clave. El nuevo Ministro tiene la tarea de redactar un nuevo proyecto de ley, aunque una mayor dilución implicaría que no se garantice una consolidación fiscal significativa a futuro y que sea más probable que se reduzca la calificación crediticia.
- ▶ La actividad se recuperó en febrero después de que se levantaran las restricciones a la movilidad. Si bien la reintroducción de las restricciones a la movilidad fue otro revés para la actividad a fines de marzo y abril dada la última ola del COVID-19, el entorno global benigno, junto con una economía mejor adaptada para lidiar con las restricciones, son factores compensadores. Esperamos que la economía colombiana se recupere con un crecimiento de 5,0% este año (6,8% en 2020).
- ▶ El Banco de la República se mantiene en espera, en un escenario de amplia brecha de producción y baja inflación, pero este año podrían introducirse aumentos de la tasa de interés si las condiciones financieras se deterioran aún más (debido a factores internos o externos).

La reforma fiscal sufre una derrota

Tras intensas protestas a fines de abril, el presidente Iván Duque retiró del Congreso la reforma tributaria estructural presentada apenas dos semanas antes, y el ministro de Hacienda Alberto Carrasquilla renunció. El proyecto de ley es clave para apuntalar las fuentes estructurales de ingresos para frenar el crecimiento de la deuda y evitar una pérdida de calificación de grado de inversión. Con una firme oposición a aumentar la carga impositiva sobre las personas, el gobierno se queda con pocas opciones. Las autoridades tendrán que decidir entre gravar más los beneficios de capital y corporativos, realizar recortes de gastos más drásticos en un momento en que el apoyo fiscal resulta vital en la recuperación, o enfrentar la reacción del mercado por la percepción de que el deterioro fiscal no va a desaparecer.

La polémica reforma fiscal buscaba un 2,0% del PIB en ingresos adicionales, ya por debajo del 2,2% esbozado en proyectos anteriores. En resumen, la reforma eliminada se centraba en reducir las exenciones, ampliar la base de contribuyentes y modificar las tasas para aumentar los ingresos fiscales mientras se mantienen los programas sociales. El aumento de los ingresos habría financiado en parte la extensión de los programas sociales y los mecanismos de compensación del IVA, dejando un 1,4% neto del PIB para la consolidación fiscal.

El gobierno también estaba buscando cambiar la regla fiscal, para reflejar más ampliamente la posición fiscal del país y controlar mejor la dinámica de la deuda. La propuesta pone el foco en las métricas del gobierno general (incluidas empresas estatales y regiones), en lugar del gobierno central. Además, establecería límites al nivel de deuda. Se establecería un comité externo que supervisaría los límites.

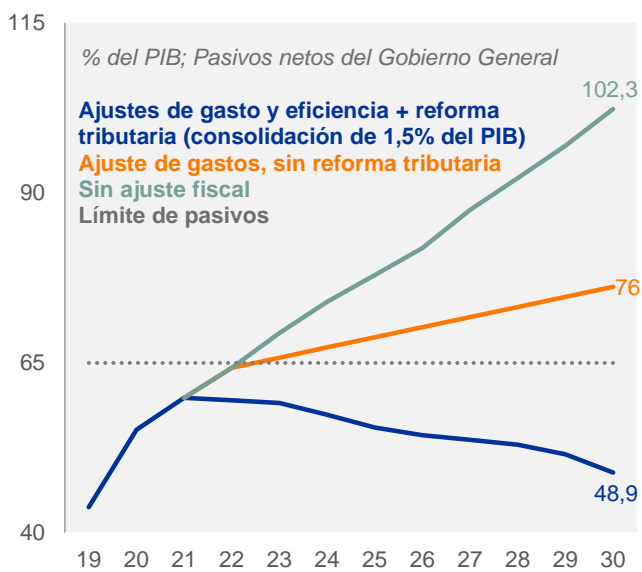
El ministro de Hacienda entrante, José Manuel Restrepo, será el encargado de redactar rápidamente un nuevo proyecto de ley, aunque es poco probable que se apruebe antes del final de las actuales sesiones Legislativas en junio. Restrepo, un economista que cursó estudios de posgrado en el Reino Unido, no es ajeno al sector público. Antes de su nuevo nombramiento, fue Ministro de Comercio y Jefe de finanzas de Fonade, uno de los bancos de desarrollo de Colombia. El presidente Duque señaló que un nuevo proyecto de ley debe mantener medidas para proteger a los más vulnerables de Colombia, descartando medidas relacionadas con el IVA y la ampliación de la base impositiva del impuesto sobre la renta (fuentes clave de ingresos en el proyecto de ley eliminado del Congreso) al tiempo que aumente los impuestos a los ricos. Las autoridades sugieren ahora un proyecto de ley que recaudaría alrededor de la mitad de los recursos previstos anteriormente [Tabla de comparación al final del informe].

Los acontecimientos recientes aumentan el riesgo de que Colombia pierda su calificación de grado de inversión antes de fin de año. Fitch y S&P califican al país un nivel por encima de la categoría de bonos de alto riesgo. Desde entonces, el primero ha comunicado que está "a la espera de ver el nuevo plan de estrategia de consolidación fiscal a futuro". En tanto, Moody's, que califica a Colombia dos niveles por encima de basura, sostuvo que la eliminación del proyecto de ley tributaria es negativa para las perspectivas crediticias de la nación.

largo plazo es vacunar a 35,2 millones de personas este año (70% de la población). Colombia promedió las 120.000 dosis diarias en las últimas semanas (cerca del 0,2% del país), lo que refleja el desafío que involucra alcanzar sus metas. Con cuellos de botella de suministro, el Ministerio de Salud autorizó la compra e importación de vacunas por parte del sector privado. Durante el mes de mayo, el gobierno espera recibir 2,3 millones de dosis de Pfizer, 3,5 millones de dosis de Sinovac y las primeras 200.000 dosis de AstraZeneca.

El lento proceso de vacunación, las nuevas restricciones y el debate sobre la reforma fiscal están diluyendo el apoyo del gobierno. Según la última encuesta de Invamer, el índice de aprobación del presidente Duque continuó disminuyendo, llegando a 33,1% en abril, 10,5 p.p. menos que el trimestre anterior. El bajo nivel de aprobación sólo supera el mínimo de 27,2% registrado en noviembre de 2018. La encuesta también indicó que al senador opositor y excandidato presidencial Gustavo Petro lidera la carrera electoral de 2022, con el 38,3% de los votos, más del doble del apoyo del segundo candidato en la lista, Sergio Fajardo (15,9%; de centro y exgobernador de Antioquia) y del 11,8% de la vicepresidenta Marta Lucía Ramírez.

Ningún ajuste fiscal es inalcanzable

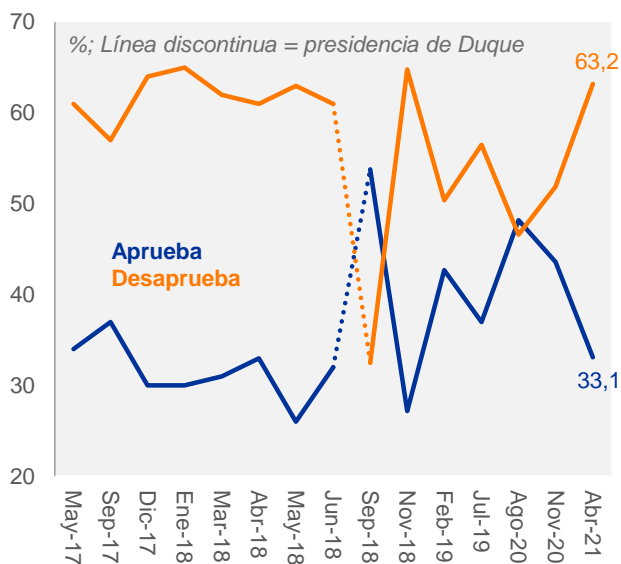


Nuevas restricciones

Colombia endureció las restricciones a la movilidad durante abril. Con un promedio diario semanal de nuevos casos cercano a los 18.000 a fines de abril (en línea con el pico de enero), continuaron los confinamientos de fin de semana, los toques de queda nocturnos y las restricciones a la movilidad. En Bogotá, la capital, la tasa de ocupación de UCI superó el 90% a fin de mes.

Mientras tanto, el proceso de vacunación está progresando sólo gradualmente. Poco más de 3,5 millones de colombianos han recibido la primera dosis de la vacuna (casi el 7% de la población), mientras que alrededor de la mitad de ellos completaron la segunda dosis. El Plan Nacional de Vacunación se encuentra ahora en la segunda fase (de cinco), incorporando a una parte de la población mayor de 65 años. El gobierno sigue apuntando a administrar 8 millones de dosis para fines de mayo, mientras que el objetivo a

Disminución del capital político



Todos a favor de mantener el estímulo

La economía sigue mostrando resiliencia a medida que se modera y fluye entre diferentes medidas de restricción a la movilidad. El indicador de actividad coincidente (ISE) cayó 3,5% interanual en febrero,

moderándose desde la caída de 4,3% en enero, ya que se registró un incremento secuencial de 2,5% en un escenario de flexibilización de las restricciones a la movilidad en el mes. Para el trimestre acumulado, la actividad cayó 3,4%, más leve que la disminución de 3,7% en el 4T20 (-8.6% en el 3T20). En el margen, el impulso de la actividad se moderó a 14,1% trimestral anualizado desestacionalizado, desde el aumento de 26,2% en el 4T20. A futuro, la reintroducción de las restricciones a la movilidad a fines de marzo y abril, debido al pico de contagio del COVID-19, limitará temporalmente la dinámica de la actividad.

A pesar de la mejora de las exportaciones, tras las caídas de dos dígitos durante la mayor parte del año pasado, el déficit comercial en febrero se mantuvo básicamente estable con respecto al año pasado debido a una mejor demanda interna. Si bien el déficit comercial acumulado de 12 meses se sitúa en 10.300 millones de dólares, más amplio que los 10.100 millones de dólares en 2020, se redujo en el margen, a 11.600 millones de dólares en el trimestre finalizado en febrero (anualizado, desestacionalizado), desde 12.600 millones de dólares en el 4T20.

La baja inflación apoya que se extiendan los estímulos. La inflación aumentó 0,59% de marzo a abril (0,16% el año pasado), impulsada por los precios de los alimentos y los servicios públicos. En términos anuales, la inflación se aceleró a un todavía bajo 1,95%. La inflación subyacente, excluidos los precios de los alimentos y la energía, es aún menor, de 1,54%.

El fracaso de la reforma fiscal podría generar un escenario más adverso

Las cuentas fiscales continúan bajo presión. Dado el bajo capital político del gobierno y el calendario electoral a corto plazo, no sería sencillo lograr avanzar con una importante reforma fiscal. Esperamos un déficit fiscal de 8,6% del PIB este año, frente a 7,8% en 2020. Una decepcionante reforma fiscal plantea riesgos de que el déficit para el próximo año pueda superar nuestra previsión actual de 4%.

El importante estímulo monetario vigente, los favorables términos de intercambio y un notable arrastre estadístico del año pasado seguirían apoyando la recuperación económica este año. Esperamos que la economía colombiana se recupere

con un crecimiento de 5,0% este año después de una contracción de 6,8% en 2020.

Prevedemos un déficit de cuenta corriente básicamente estable en un amplio 3,4% del PIB este año (frente a 3,3% del PIB el año pasado). 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.

La inflación repuntaría a 2,8% este año a medida que se vayan retirando las medidas de alivio del COVID-19, se mantenga el estímulo monetario y la reapertura económica genere una reducción gradual de la brecha de producción. Sin embargo, la reciente depreciación del peso y presiones por alimentos tras las protestas de fines de abril y principios de mayo ponen un sesgo alcista para nuestra proyección de inflación.

En nuestro escenario de referencia, la junta directiva mantendrá la tasa en 1,75% este año. Dado el avance de la recuperación económica y las ancladas expectativas de inflación a mediano plazo, creemos que es poco probable que se realicen recortes adicionales a la tasa y que las alzas de tasa comenzarían a principios del próximo año. De materializarse los riesgos alcistas para la inflación, la junta directiva podría verse obligada a adelantar el inicio del ciclo de alzas de tasas esperado.

Sin embargo, un mayor y más rápido endurecimiento de las condiciones financieras (debido a factores internos o externos) podría adelantar el ciclo de normalización, especialmente si se considera el amplio déficit de cuenta corriente de Colombia, que deja su moneda vulnerable. Si bien esperamos un tipo de cambio en 3.600 pesos/dólar para fin de este año, la falta de progreso en el frente fiscal podría sostener la moneda en niveles más débiles, como lo pone de relieve la reciente acción de precios (que también incluyó la ampliación de los rendimientos de títulos públicos locales y extranjeros y precios más bajos de las acciones). En este contexto, los riesgos para el crecimiento del 3,5% que esperamos para el próximo año apuntan a la baja.

**João Pedro Bumachar
Carolina Monzón
Miguel Ricaurte**

La próxima reforma podría decepcionar			
Posibles fuentes de ingresos(*)		Propuesta anterior de reforma fiscal	
	% del PIB		% del PIB
Impuesto de Industria y Comercio	0,3	Ajuste IVA	0,6
Eliminación de exenciones	0,2	Impuestos a individuos	1,4
Impuestos a las bebidas azucaradas	0,2	Impuestos corporativos	0,3
Recargo por impuesto sobre la renta	0,1		
Impuesto sobre el patrimonio	0,1		
Registro de activos no declarados, recortes de gastos, mejoras en la eficiencia de la recaudación	0,5		
Transferencias obligatorias a las regiones	-0,2	Transferencias obligatorias a las regiones	-0,4
Ingresos adicionales totales	1,1	Ingresos adicionales totales	2,0
Fomento del empleo	-0,1	Fomento del empleo	-0,1
Programas sociales	-0,3	Programas sociales	-0,4
		Compensación de IVA	-0,2
Disponible para ajuste fiscal	0,7	Disponible para ajuste fiscal	1,4

(*) Basado en declaraciones de políticos y otros líderes

Fuente: Ministerio de Hacienda

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	317
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	6.108
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	3.600	3.700
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	-3,6
Inversión extranjera directa - % PIB	4,0	4,9	4,4	3,5	4,4	2,8	3,7	4,4
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	67,4	66,4

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.italu.com.br/atenda-italu/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.