

# Escenario macro - Colombia



Escenario Macro | 19 de octubre de 2021

## Economía global

Mayor inflación y menor crecimiento, pero por encima de su tendencia histórica (sin “estanflación”) ..... 2

Revisamos a la baja el crecimiento de la economía mundial para 2022, impulsado principalmente por la desaceleración de China, mientras que la inflación se revisa al alza por el aumento de precios de la energía global.

## Colombia

El crecimiento gana impulso ..... 10

Los altos términos de intercambio, la flexibilización de las restricciones a la movilidad y las políticas macro expansivas apoyan una rápida recuperación del PIB en 2021. Ahora esperamos un crecimiento de 8,8% para este año (+1 p.p. con respecto a nuestro escenario anterior).

## Revisión de Escenario

### Mundo

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	6,0	6,1	3,9	4,6

### Brasil

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	5,0	5,3	0,5	0,5
BRL / USD (dic)	5,25	5,00	5,25	5,20
Tasas de interés (dic) - %	8,25	8,25	9,00	9,00
IPCA (%)	8,7	8,4	4,2	4,2

### Argentina

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	7,8	7,0	1,4	2,5
ARS / USD (dic)	105,00	105,00	160,00	149,00
BADLAR (dic) - %	34,00	34,00	40,00	34,00
Tasa de referencia - %	38,0	38,0	45,0	38,0
IPC - %	49,0	49,0	50,0	45,0

### Colombia

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	8,8	7,8	2,7	2,7
COP / USD (dic)	3800	3800	3800	3800
Tasas de interés (dic) - %	3,00	3,00	4,75	4,75
IPC - %	5,2	5,2	3,7	3,5

### Paraguay

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	5,0	5,0	3,5	3,5
PYG / USD (dic)	6900	6700	7050	6900
Tasas de interés (dic) - %	2,50	2,00	4,00	4,00
IPC - %	5,4	4,5	4,3	4,0

Fuente: Itaú.

### América Latina y el Caribe

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	6,4	6,5	1,6	2,0

### México

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	6,1	6,5	3,0	3,4
MXN / USD (dic)	20,30	19,80	20,50	20,00
Tasas de interés (dic) - %	5,25	5,25	6,00	6,00
IPC - %	6,3	6,0	3,6	3,6

### Chile

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	10,8	10,3	1,9	2,1
CLP / USD (dic)	800	750	780	750
Tasas de interés (dic) - %	4,00	3,00	5,50	4,50
IPC - %	5,8	5,0	3,8	3,5

### Perú

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	11,0	11,0	3,0	3,5
PEN / USD (dic)	4,00	4,00	4,00	4,00
Tasas de interés (dic) - %	2,50	2,00	3,50	3,25
IPC - %	5,2	4,5	3,3	3,0

### 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) - %	6,00	6,00	7,00	7,00
IPC - %	7,3	7,3	6,5	6,5

## Economía global

### Mayor inflación y menor crecimiento, pero por encima de su tendencia histórica (sin “estanflación”)

- ▶ Menor crecimiento global y mayor inflación, liderados por la desaceleración en China y el aumento de los precios de la energía en el mundo. Sin embargo, el crecimiento global probablemente se mantenga por encima de tendencia histórica en 2022, es decir, no vemos un escenario de “estanflación”.
- ▶ China: impacto de la crisis inmobiliaria y energética en las proyecciones de crecimiento, los cuales revisamos a 7,7% desde 8,2% en 2021 y a 5,1% desde 5,8% para 2022.
- ▶ Estados Unidos: recuperación en el 4T21, crecimiento del PIB de 5,9% para 2021, pero revisado a la baja para 2022 (desde 4,6% a 4,3%); nuestra proyección del indicador del deflactor del indicador de Gastos de Consumo Personales (GCP) subyacente se revisó al alza a 3,7% desde 3,6% para 2021 y a 2,5% desde 2,3% para 2022; esperamos que la Fed realice el primer aumento de tasas en diciembre de 2022, seguida de tres aumentos en 2023 y cuatro en 2024, terminando el ciclo en 2,75%.
- ▶ Europa: los precios más altos de la energía y gas, junto con la mayor debilidad de China llevaron a la revisión a la baja de nuestra proyección de crecimiento para 2022 a 4,8% desde 5,2%, aunque el crecimiento se mantiene en niveles robustos y la mayor inflación podría llevar al BCE a reducir el estímulo a la economía.
- ▶ América Latina: un 2022 más complejo a pesar de las mejoras en el frente sanitario.

### Shocks en China y crisis energética global impulsan una mayor inflación y un crecimiento más débil, aunque por encima de tendencia de largo plazo, sin “estanflación”

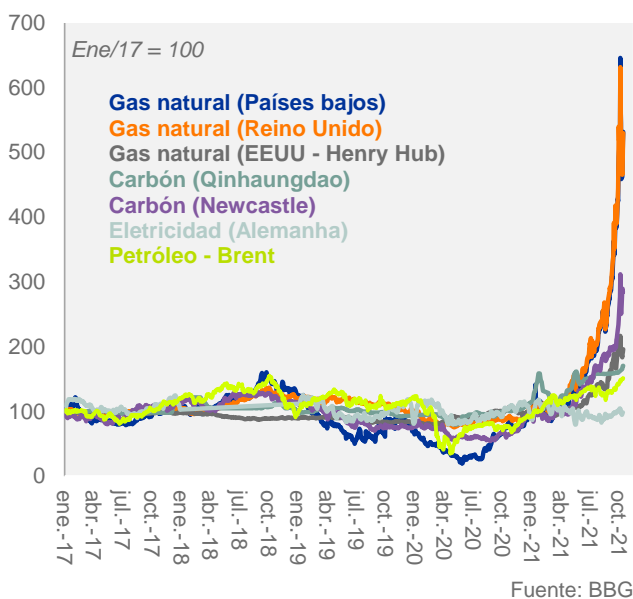
**La crisis del COVID-19 se ha atenuado considerablemente debido a los programas de vacunación, y comienza a incidir menos en las fluctuaciones económicas, con la principal excepción siendo la estricta política cero COVID-19 de China.** Desde el brote repentino de la variante Delta en el Reino Unido en junio de este año, seguido por la Zona Euro e Israel en julio, y Canadá, Corea del Sur y Japón en agosto, la vacunación impidió con éxito un aumento significativo de hospitalizaciones y muertes. Incluso en Estados Unidos, donde el actual brote se concentró principalmente en estados con menor porcentaje de vacunados, y en regiones con un nivel de inmunización por debajo del 60%, la mortalidad se encuentra en línea con las enfermedades endémicas comunes. Esto indica que es poco probable que se vuelvan a implementar medidas de restricción en todo el mundo, fuera de China, que ha mantenido una estricta política de tolerancia cero que probablemente tendrá un impacto permanente en el sector de servicios, ya que los brotes locales continúan desencadenando restricciones incluso en provincias con niveles avanzados de vacunación.

### Otros factores están comenzando a impulsar las fluctuaciones económicas mundiales.

**La desaceleración en China (ver siguiente sección) se ha extendido a otras economías, principalmente a mercados emergentes.** La economía de EE.UU. tiene poca exposición a la demanda china, por lo que una leve desaceleración en el país asiático prácticamente no tiene impacto en el crecimiento estadounidense. Europa está relativamente más expuesta, aunque prevemos apenas un ligero impacto negativo sobre el crecimiento en la eurozona de 0,05 p.p. La propagación es más fuerte para el resto del mundo, principalmente las economías emergentes, que probablemente sufrirán un impacto negativo de 0,3 p.p. sobre el crecimiento.

**Precios de la energía con importantes aumentos, en medio de un escenario de fuerte demanda mundial y restricciones específicas de oferta.** Los precios del gas natural en Europa y del carbón en Asia aumentaron de forma importante, mientras que el precio del petróleo ha incrementado de manera constante.

### Precios de la energía

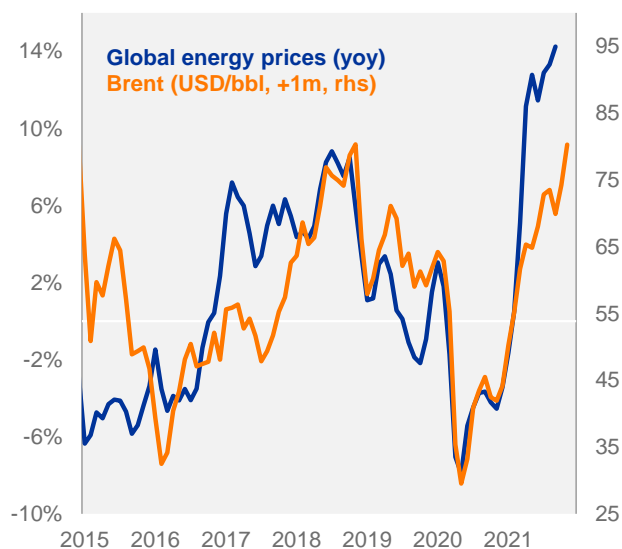


**El aumento de los precios de la energía parece haber estado impulsado por una fuerte demanda, problemas de oferta y tendencias mundiales hacia la descarbonización.** La fuerte demanda mundial de bienes versus las tendencias previas a la pandemia ha presionado la producción industrial mundial y, como resultado, la demanda de energía. Esto es más evidente en el consumo de bienes en Estados Unidos, que se encuentra muy por encima de los niveles previos a la pandemia, lo que genera una mayor demanda de producción industrial mundial (principalmente de Asia) y aumenta el uso de energía en el sector manufacturero. Si se suma a esto la reanudación de la movilidad global comparado a una desaceleración significativa en el consumo de bienes anterior, provoca que la demanda de petróleo experimente un impulso aún mayor. Por el lado de la oferta, ciertas restricciones han afectado el suministro de gas en Europa y de carbón en Asia. Algunos ejemplos son las mayores importaciones de gas natural en Brasil debido a severas sequías, el menor suministro de gas natural de Rusia hacia Europa, e inundaciones y problemas geopolíticos que restringen el suministro de carbón en China. Por último, la tendencia mundial a la descarbonización ya ha comenzado a afectar los precios mundiales de la energía manifestándose de diferentes maneras, las que incluyen: i) bajo gasto de capital global para la producción de petróleo y carbón; ii) restricciones de suministro en China debido al cierre de minas de carbón y objetivos de reducción de contaminación; iii) cierre de centrales nucleares en Alemania; y iv) la menor reacción de la producción de petróleo de esquistos de Estados Unidos a los precios del petróleo.

Revisamos nuestra proyección para el precio del petróleo de corto plazo (Brent) a 90 dólares/barril (desde 80 dólares/barril anterior). Estimamos que las restricciones al suministro de gas natural podrían incrementar la demanda mundial de petróleo un 3%. Junto con la recuperación de la demanda mundial, esto llevaría los precios del petróleo a 90 dólares/barril (desde nuestra estimación anterior de 80 dólares/barril) para fines de 2021. Para 2022, mantuvimos nuestra proyección para el Brent en 80 dólares/barril.

**Los precios más altos de energía provocarían una mayor inflación y un crecimiento más débil.** Es probable que la inflación mundial continúe presionada por los altos precios de la energía (ver gráfico a continuación) y las interrupciones del suministro en China. Para abordar el impacto de los mayores precios del petróleo sobre el crecimiento mundial, estimamos un modelo VAR que incluye i) el PIB de Estados Unidos, China, la UE y el resto del mundo; ii) un índice de condiciones financieras globales; y iii) los precios del petróleo. Según nuestro modelo, un aumento esperado del precio del petróleo de 10 dólares/barril limitaría el crecimiento mundial un 0,4%. Estos shocks de crecimiento global se detallan en la Tabla 1 al final del texto.

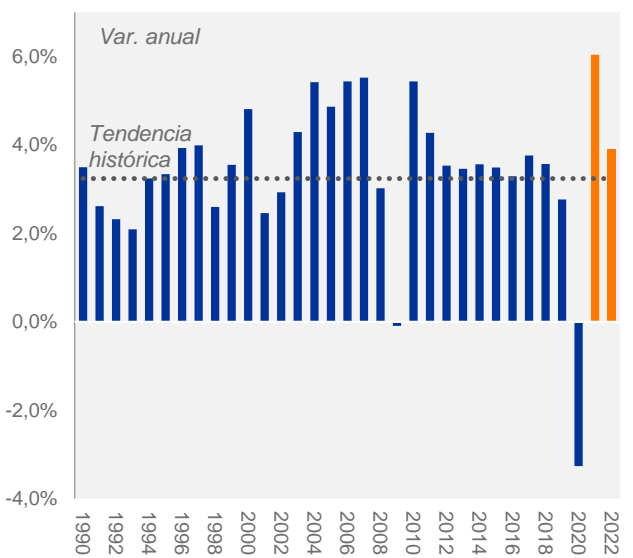
### Inflación por ítems de energía y precios del petróleo



Revisamos a la baja nuestro pronóstico para el PIB mundial a 3,9% (desde 4,6%) para 2022. Sin embargo, esta proyección de crecimiento todavía se encuentra por encima de la tendencia histórica, consistente en una tasa del 3,0% (ver gráfico a

continuación), evitando así un escenario de “estanflación”. Es probable que el crecimiento se mantenga por encima del promedio histórico en 2022, liderado por la completa normalización del sector de servicios a niveles previos a la pandemia (principalmente en Estados Unidos y Europa), una flexible política monetaria actual en la mayor parte del mundo desarrollado, y sólidos balances de los hogares debido a mayores ahorros junto con una recuperación del crecimiento salarial.

**Crecimiento mundial en 2022 manteniéndose por encima de la tendencia histórica**



Fuente: FMI, Itaú

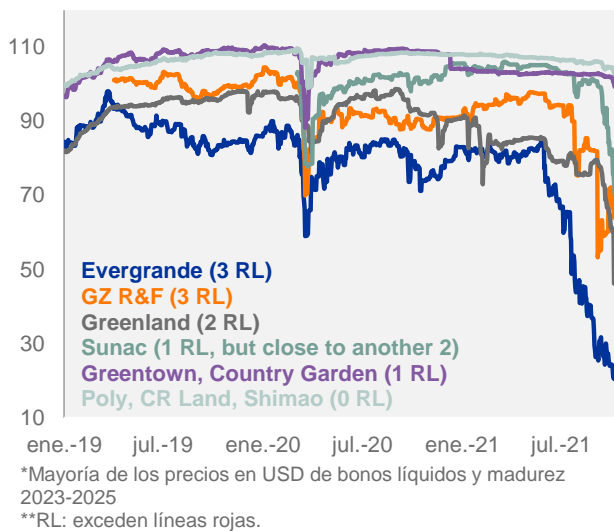
**Desaceleración en China debido a la crisis en los sectores inmobiliario y energético**

**Crecientes riesgos a la baja para las perspectivas de la economía china.**

El primer riesgo está relacionado con el sector inmobiliario. La política de las “Tres Líneas Rojas” de China para limitar el apalancamiento de los desarrolladores provocó una crisis de liquidez en el sector. Un buen ejemplo de esto es lo sucedido con Evergrande, una empresa que se atrasó en el pago de cupones de tres bonos en el extranjero. Las autoridades se han involucrado para organizar la reestructuración de la deuda de Evergrande, en un intento por evitar pérdidas importantes para proveedores y trabajadores. Sin embargo, otros desarrolladores también están sintiendo presiones a medida que los precios de sus bonos en el exterior alcanzan niveles mínimos (ver gráfico a continuación). Por lo tanto, las autoridades deberán actuar pronto para evitar un contagio mayor en el sector. El sector

bancario chino puede manejar el default de Evergrande, pero no una caída masiva del sector inmobiliario.

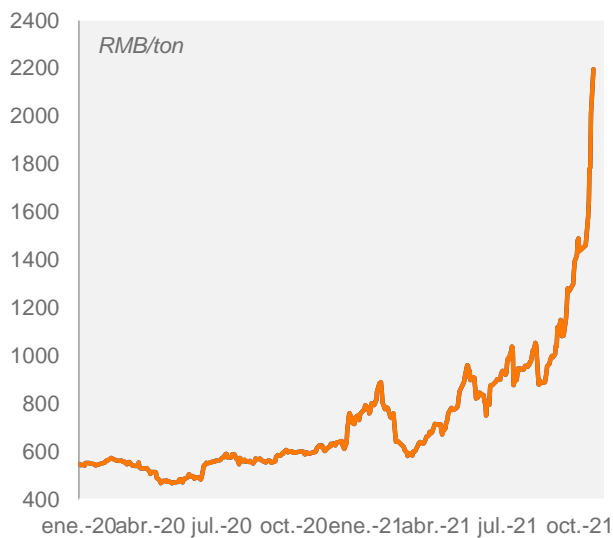
**China: Bonos en el extranjero de desarrolladores inmobiliarios**



Fuente: BBG, Itaú

El segundo riesgo corresponde a la escasez del suministro eléctrico. En algunas provincias se decidió cerrar la producción de algunas industrias clave a finales de septiembre y octubre. La decisión se tomó en respuesta a la escasez de carbón causada por la alta demanda de electricidad, la cual ha superado los planes de consumo de energía y producción de carbón del gobierno para este año. Esto llevó a que los precios del carbón se elevaran de forma importante (ver gráfico a continuación), mientras que los rígidos precios de la electricidad han exacerbado problemas de interrupciones en el suministro eléctrico. En reacción a esto, las autoridades aumentaron el suministro de carbón permitiendo una mayor flexibilidad en los precios de la electricidad, donde es probable que continúen ciertas restricciones en los sectores de alto nivel de intensidad energética (como por ejemplo el acero).

### Precios del carbón bajo presión



Fuente: CEIC

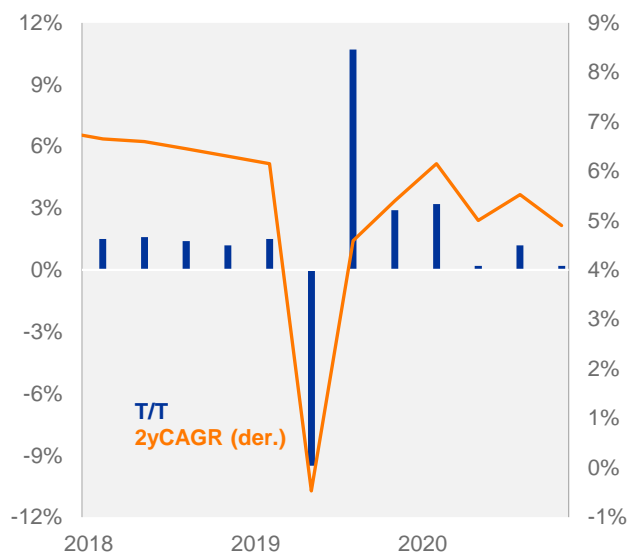
**La política de COVID cero junto con menores exportaciones también representan obstáculos para el crecimiento.** Las autoridades chinas tienen una estricta política de COVID cero basada en tests masivos, trazabilidad de contactos, confinamientos locales recurrentes y restricciones a la movilidad. Hasta ahora, este enfoque ha frenado los brotes del virus, pero ha tenido un impacto en el sector de servicios sensible a la interacción presencial, el que incluye restaurantes, hotelería, turismo y entretenimiento. El programa de vacunación ha avanzado rápidamente, con un 80% de la población con al menos una dosis, sin embargo, a pesar de esto las autoridades han evitado cambiar la estrategia de COVID cero. Como resultado, el rebrote de la variante Delta a fines de julio tuvo un impacto importante en la actividad en el 3T21. El crecimiento de las exportaciones sigue siendo fuerte, aunque es probable que se modere debido a las recientes interrupciones de la producción y la reapertura de otros países asiáticos, lo que probablemente reduzca el volumen de exportaciones de China durante la ola de la variante Delta en la región.

**Débiles respuestas de política hasta ahora indican una mayor tolerancia a un menor crecimiento.** Al mismo tiempo que las autoridades no han implementado estímulos importantes para compensar la desaceleración del crecimiento, se ha visto que las posturas de política se han desplazado hacia una postura más moderada. En el ámbito fiscal, la emisión de bonos especiales por parte del gobierno local se aceleró y el Banco Popular de China se comprometió con los bancos a que se abstendrá de recortar el

financiamiento para los desarrolladores de forma abrupta, y aprobará hipotecas para compradores de viviendas que califiquen previamente. Es probable que se implementen otras medidas de apoyo al crédito para el sector hipotecario/inmobiliario para evitar una fuerte desaceleración de las ventas de viviendas, como también efectos de contagio para la economía. También es probable que se produzca otro recorte del coeficiente de reservas obligatorias antes de fin de año. Estas medidas harán que el crecimiento del crédito evolucione positivamente desde el 10% interanual en septiembre a alrededor del 11% a fin de año.

**Revisamos nuestra estimación para el PIB a la baja a 7,7% desde 8,2% para 2021 y a 5,1% desde 5,8% para 2022.** Proyectamos crecimiento de 1,0% trimestral en el 4T21 (por debajo del 1,3% en el 2T21 y del 0,2% en el 3T21, ver gráfico a continuación). Para el yuan, mantenemos nuestras previsiones en 6,50 yuanes/dólar para fin de 2021 y 6,60 yuanes/dólar para 2022, en un escenario de perspectivas positivas para el dólar.

### Crecimiento más débil en el 3T



Fuente: NBS, Itaú

**Estados Unidos: Recuperación en el 4T21 aunque con un crecimiento más débil en el 2022; junto a una mayor inflación que llevaría a alzas de tasas por parte de la Fed en diciembre de 2022**

**El crecimiento se desaceleró en el 3T21, aunque se espera que se recupere en el 4T21, a medida que se modere la caída en el sector automotriz y desaparezca la ola de la variante Delta.** Esperamos que el PIB se desacelere a 3,8% trimestral anualizado



desestacionalizado en el 3T21, desde 6,7% en el 2T21. La desaceleración se vio impulsada en gran medida por el descenso de 11,0% en el consumo de bienes, principalmente debido a la caída de 57,8% en las ventas de vehículos (contribución de -1,5 p.p. al PIB) provocada por cuellos de botella en la oferta que continúan afectando al sector, así como por un leve impacto de la ola de la variante Delta en el sector de servicios. Es probable que el crecimiento se recupere en el 4T21 (esperamos un 5,5%) a medida que la ola Delta desaparezca y comience un lento ciclo de reabastecimiento de inventarios (que continuará hasta el 2022).

**Es probable que la crisis del petróleo reduzca el crecimiento 0,3 p.p. en 2022.** Como se describió anteriormente, nuestro análisis indica que un aumento en los precios del petróleo a 90 dólares/barril reduciría el crecimiento de Estados Unidos 0,3 p.p., probablemente concentrado en el 2022. Es probable que este shock se refleje en un menor consumo, principalmente en el sector de bienes, que se mantiene en gran medida por encima de los niveles anteriores a la pandemia. Por lo tanto, mantuvimos nuestra proyección de crecimiento para 2021 en 5,9%, aunque revisamos nuestra proyección para 2022 a 4,3% (desde 4,6%).

**Se espera que el deflactor del indicador de GCP subyacente se mantenga alto el próximo año, en 2,5%, debido a la reducción del desempleo, expectativas robustas y continuas presiones sobre la oferta.** Simulamos tres modelos de Curva de Phillips: uno para el GCP subyacente y el otro separando bienes y servicios básicos en dos modelos diferentes (ver la tabla a continuación). El modelo agregado muestra que una menor brecha de desempleo, expectativas robustas y precios más altos del petróleo ubicarían el GCP subyacente en 2,3% en 2022. Por otro lado, el modelo ascendente desagregado prevé un GCP subyacente más alto de 2,8% porque incorpora mejor el impacto de las restricciones de oferta sobre la inflación. El modelo de bienes básicos se explica por: i) inercia, ii) brecha de desempleo, iii) expectativas de inflación, iv) precio del dólar y v) la relación entre inventarios y ventas en el sector minorista. La relación entre inventarios y ventas se mantiene en un mínimo histórico debido a inventarios agotados y niveles robustos de ventas; suponiendo una reposición gradual de inventarios en el 4T21 durante mayor parte de 2022, el modelo indica que los bienes básicos se mantendrán altos en 3,0% el próximo año. El modelo de servicios básicos se explica por: i) inercia, ii) expectativas, iii) salarios y iv)

precios del petróleo. Este modelo sugiere que los servicios básicos volverán a un ritmo de crecimiento pre-pandémico de 2,7%. Tomamos el promedio de los dos modelos y estimamos un deflactor de GCP subyacente de 3,7% para fin de 2021 y 2,5% para 2022.

Modelo Deflactor GCP subyacente					
% interanual	Coef.	2011-13	2014-19	2021	2022
Brecha desemp. (U3 – Nairu)	-0,2	3,4%	0,1%	0,0%	-1,0%
Petróleo (WTI)	0,004	96	60	90	80
Expectativas (BEI)	0,8	2,6%	2,1%	2,4%	2,6%
<b>Modelo top-down</b>		<b>1,6%</b>	<b>1,7%</b>	<b>2,3%</b>	<b>2,3%</b>
Bienes subyacente	0,24	0,0%	-0,7%	6,6%	3,0%
Servicios	0,66	2,2%	2,4%	3,1%	2,7%
<b>Modelo bottom-up</b>		<b>1,6%</b>	<b>1,6%</b>	<b>4,1%</b>	<b>2,8%</b>
<b>Deflactor GCP subyacente</b>		<b>1,7%</b>	<b>1,6%</b>	<b>3,7%</b>	<b>2,5%</b>

Fuente: BLS

**Esperamos que la Fed aumente las tasas en diciembre de 2022 (o antes).** Nuestro modelo incorpora un mayor riesgo de inflación debido a los continuos shocks de oferta y un posible diferencial con otros rubros, generando una inflación más persistente. El último registro del IPC de septiembre subraya este riesgo, con la inflación subyacente, excluyendo elementos transitorios, a un ritmo muy alto de 4,5% mensual anualizado. Nuestra expectativa es de un aumento de tasas por parte de la Fed en diciembre de 2022 a más tardar, con sesgos apuntando a alzas con anterioridad.

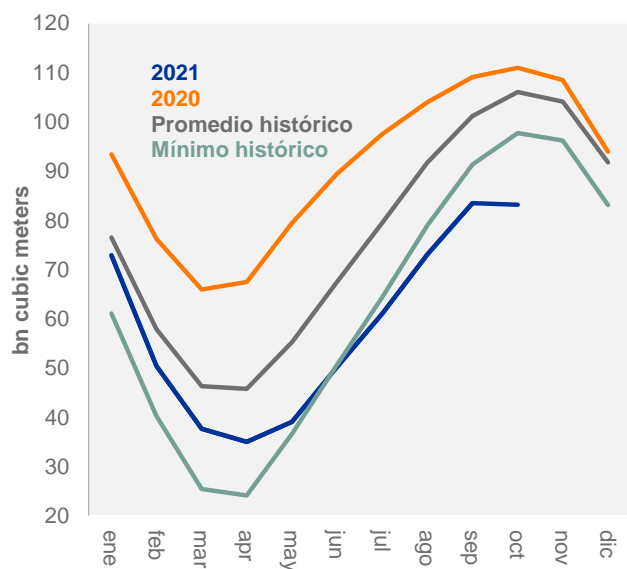
**Europa: precios más altos del petróleo y del gas, junto con la debilidad en la actividad de China constituyen riesgos a la baja para el crecimiento**

**El sector industrial recibió un golpe más duro de lo esperado debido a los cuellos de botella en la oferta, aunque el crecimiento sigue siendo resistente.** Los indicadores del sector de servicios y minorista se mantuvieron sólidos en el 3T21, pero el sector industrial tuvo un menor desempeño debido a restricciones de suministro que resultaron más difíciles de superar de lo que se anticipaba anteriormente. A pesar de incorporar cifras más débiles del sector industrial, nuestra estimación del PIB para el 3T21 se ubica en 1,4% trimestral. Continuamos esperando un crecimiento del PIB de 4,9% en 2021, ya que las revisiones al alza de las lecturas del 1T21 y 2T21, así como una sólida actividad en los sectores de servicios y minorista, compensarían la debilidad en el sector industrial.

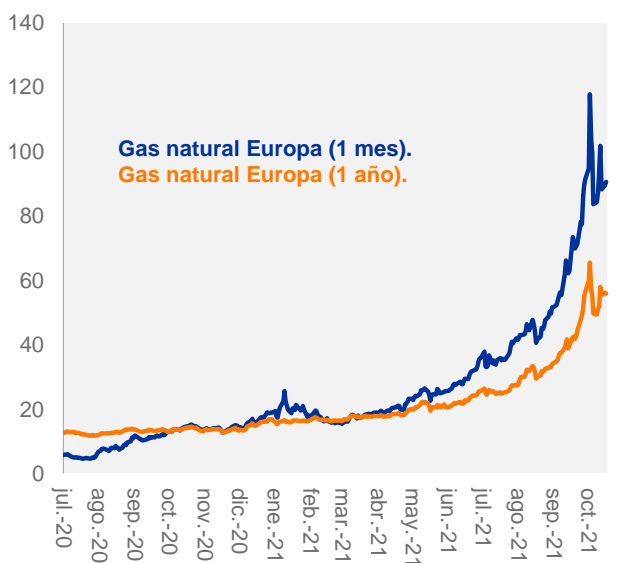
Sin embargo, el reciente aumento en las proyecciones de precios del gas y del petróleo, así como las expectativas de menor crecimiento en China, indican un escenario menos favorable de lo que anticipamos anteriormente, y ahora prevemos un crecimiento del PIB de 4,8% en 2022 (desde 5,2%). Esperamos que el aumento de los precios de la energía limite el crecimiento, ya que perjudicarían el consumo. Esto nos llevó a revisar a la baja nuestra proyección de crecimiento 0,3 p.p. La desaceleración de la economía china también brindará un menor apoyo a las exportaciones europeas, lo que provocará otra reducción del crecimiento de 0,05 p.p. el próximo año.

Se prevé que la inflación supere las expectativas por 40pb este año (IPC a 3,8% interanual) y 20pb el próximo año (a 1,6%). Aunque el aumento de los precios de la energía a nivel del consumidor ha sido mucho más moderado que el de los commodities energéticos, el impacto sobre la inflación será relevante, particularmente a fines de 2021. Se espera que el incremento de los precios de la energía sea transitorio, mientras se estabilizan los precios del gas y el petróleo, pero los miembros del BCE ya señalaron el riesgo de un repunte más persistente de la inflación, con cierta transferencia a la inflación subyacente y a las expectativas de inflación, señalando estos riesgos en el comunicado posterior a la reunión de septiembre.

**Las reservas de gas se encuentran por debajo del promedio histórico ...**



**... lo que aumenta los precios de forma importante**



Fuente: Bloomberg, GIE

Por lo tanto, es posible (aunque no es nuestro escenario base) que un escenario de inflación más adverso podría llevar al BCE a reducir el apoyo aumentando las compras de activos a un ritmo más lento de lo esperado actualmente. El BCE está comprando actualmente 20.000 millones de euros en el programa de compra de activos (APP) más 60.000 millones de euros del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) por mes. Esperamos que el APP aumente a 40.000-50.000 millones de euros una vez que el PEPP finalice en marzo de 2022, en conjunto con el nuevo lineamiento que habla de que la política monetaria debe ser contundente y persistente una vez que las tasas se acercan al límite inferior, y donde las expectativas de inflación de mediano plazo se mantengan por debajo de la meta. Sin embargo, podría aumentar la preocupación entre algunos miembros del directorio del BCE por la persistencia del actual shock inflacionario, y argumentar que no habría necesidad de estímulos adicionales. La minuta de la reunión de septiembre también señaló que la política monetaria seguiría siendo flexible incluso sin el PEPP.

**América Latina: un 2022 más complejo a pesar de las mejoras en el frente sanitario.**

Los nuevos casos y muertes por COVID-19 continúan mostrando un fuerte descenso en la región, a medida que avanza la campaña de vacunación. La flexibilización de las restricciones a la movilidad por parte de los gobiernos hizo que la movilidad volviera a niveles pre-pandémicos, o cercanos a ello en algunos países.

A medida que avanza la reapertura, el PIB de algunos países continúa superando las expectativas. Revisamos al alza nuestras previsiones de PIB para 2021 para Argentina (a 7,8% desde 7,0%), Chile (a 10,8% desde 10,3%) y Colombia (a 8,8% desde 7,8%).

**A pesar del alivio en el frente sanitario, el escenario para América Latina del próximo año es cada vez más complejo.** Además de las presiones inflacionarias que enfrentan los mercados desarrollados, el debilitamiento de las monedas junto a una mayor inercia, están impulsando al IPC en América Latina. Elevamos nuestras proyecciones de inflación para 2021 para Brasil (a 8,7% desde 8,4%), Chile (a 5,8% desde 5,0%), México (a 6,3% desde 6,0%) y Perú (a 5,2% desde 4,5%).

**Dado que la inflación se encuentra muy por encima de la meta, los bancos centrales están endureciendo aún más la política monetaria.** Si bien seguimos esperando que el Banco Central de Brasil lleve la tasa de referencia Selic a 9,0% a principios del 2022, poniendo fin al ciclo de contracción en un nivel superior al neutral, revisamos nuestras proyecciones para la tasa de política para el próximo año para Chile (a 5,5% desde 4,5%) y Perú (a 3,5% desde 3,25%).

**Una política monetaria más contractiva e ingresos reales más bajos enfrentarán una importante consolidación fiscal y una considerable incertidumbre interna para el 2022.** En Argentina, la crisis política dentro de la coalición gobernante tras su pobre desempeño en las elecciones legislativas primarias ha generado un mayor gasto fiscal, junto con controles cambiarios más estrictos, arriesgando un acuerdo con el FMI (una condición necesaria, pero lejos de ser suficiente, para lograr normalidad en el entorno económico del país). En Brasil, existen importantes riesgos para el límite al gasto primario federal en un escenario de alta inflación (que elevará el gasto fiscal obligatorio el próximo año) además de una mayor incertidumbre política. En Chile, aumentó la probabilidad de un cuarto retiro desde los fondos de pensiones, a pesar de la mejora en el frente sanitario.

En México, el gobierno está ejerciendo presión para introducir un cambio en la Constitución que amenazaría la participación del sector privado en el sector energético, lo que también podría crear tensiones en el acuerdo del T-MEC. En Colombia, la necesidad de una consolidación fiscal se sumará a las elecciones generales del 2022, que (como se observa en muchos países de la región) favorece a los candidatos no tradicionales. Por último, en Perú, el primer ministro de extrema izquierda renunció y fue reemplazado por un político más moderado dentro del espectro de izquierda, mientras que Julio Velarde fue oficialmente reelegido para otro mandato como presidente del Banco Central. Lo anterior corresponde a signos positivos para la dirección de la política económica en Perú, aunque es poco probable que los riesgos de un enfoque más intervencionista desaparezcan pronto.

**Por lo tanto, redujimos aún más nuestras proyecciones de crecimiento del PIB para 2022 para Argentina (a 1,4% desde 2,5%), Chile (a 1,9% desde 2,1%), México (a 3,0% desde 3,4%) y Perú (a 3,0% desde 3,5%), considerando también nuestras revisiones a la baja para las economías principales.** Para Colombia, seguimos esperando un crecimiento del PIB de 2,7% a pesar de la revisión al alza de este año, debido a efectos de arrastre para el próximo año. Para Brasil, mantuvimos nuestra proyección de crecimiento del PIB en 0,5% para el 2022, pero los datos de actividad más débiles de lo esperado recientes sugieren una perspectiva de crecimiento del PIB menos optimista para el 2021 de lo que se esperaba anteriormente - donde ahora prevemos 5,0% para este año, desde 5,3% anteriormente

Tabla 1

País / Región	% del PIB mundial	Impacto s/ China		Impacto s/ petróleo		Total	
		2021	2022	2021	2022	2021	2022
Zona del euro	14%	0,0%	-0,1%	0,0%	-0,3%	0,0%	-0,4
China	19%	-0,5%	-0,7%	0,0%	0,0%	-0,5%	-0,7%
EUA	16%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,3%	0,0%	-0,3%
Resto del mundo	52%	0,0%	-0,3%	0,0%	-0,6%	0,0%	-0,9%
<b>Mundo</b>	<b>100%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>-0,3%</b>	<b>0,0%</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1%</b>	<b>-0,7%</b>

Fuente: Itaú



## Proyecciones: Economía global

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P
<b>Economía mundial</b>								
Crecimiento del PIB Mundial - %	3,5	3,3	3,8	3,6	2,8	-3,3	6,0	3,9
EUA - %	2,9	1,6	2,4	2,9	2,1	-3,4	5,9	4,3
Zona del Euro - %	1,9	1,8	2,8	1,8	1,5	-6,5	4,9	4,8
China - %	7,1	6,8	7,0	6,7	6,1	2,3	7,7	5,1
<b>Tasas de interés y monedas</b>								
Fed fondos - %	0,2	0,5	1,3	2,3	1,6	0,1	0,1	0,4
Treasury 10 años (EUA), final del período - %	2,5	2,5	2,4	2,8	2,0	0,9	1,8	2,5
USD/EUR - final del período	1,09	1,05	1,20	1,15	1,12	1,22	1,15	1,15
CNY/USD - final del período	6,5	6,9	6,5	6,9	7,0	6,5	6,5	6,6
Índice DXY (*)	98,6	102,2	92,1	96,2	96,4	89,9	94,4	94,4
<b>Commodities</b>								
Índice CRB - a/a - %	-15,1	12,0	1,5	-3,8	-4,5	10,3	22,7	-7,8
Índice CRB - var. media anual - %	-14,0	-1,3	6,9	-0,6	-6,0	-3,3	35,7	-3,5
Índice de Commodities Itaú (ICI) - a/a - %	-28,4	27,5	3,5	-2,2	4,8	10,1	22,7	-7,8
Índice de Commodities Itaú (ICI) - media anual - %	-32,7	-6,4	13,3	10,2	-4,0	-8,4	47,7	-3,1
Metales - var. media anual - %	-29,7	-2,6	25,1	3,1	5,4	6,2	46,3	-17,9
Energía - var. media anual - %	-44,7	-14,5	21,4	24,1	-11,2	-28,4	59,8	16,8
Agrícolas - var. media anual - %	-16,0	-0,4	-1,5	0,7	-2,1	3,5	38,7	-8,3

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 canadiense, franco suizo y corona sueca.

## Colombia

### El crecimiento gana impulso

- ▶ La pandemia sigue bajo control, lo que ha permitido consolidar la reapertura económica. La actividad continúa sorprendiendo al alza, mientras que la recuperación del mercado laboral gana terreno tras un período de estancamiento durante el 1S21. Los altos términos de intercambio, la flexibilización de las restricciones a la movilidad y las políticas macro expansivas apoyan una rápida recuperación del PIB en 2021. Ahora esperamos un crecimiento de 8,8% para este año (+1 p.p. con respecto a nuestro escenario anterior).
- ▶ A pesar del impulso más fuerte de lo que esperábamos previamente para el 2022, un escenario global menos favorable para el año que viene, nos ha llevado a mantener el pronóstico de crecimiento para el 2022 en 2,7%.
- ▶ El directorio del Banco Central acordó comenzar a reducir el estímulo monetario, aunque hubo divergencias en cuanto a la magnitud adecuada para la primera subida de la tasa del ciclo. La inflación subyacente se mantiene controlada y las expectativas de inflación se encuentran ancladas, lo cual podría brindar una justificación suficiente para que la mayoría del directorio siga votando a favor de aumentos de la tasa de 25pb. Sin embargo, creemos que los crecientes desequilibrios externos, un escenario fiscal desafiante y el endurecimiento de las condiciones financieras mundiales, y tasas de interés reales muy por debajo de los niveles neutrales, llevará al Banco Central a acelerar su ritmo de contracción. Prevemos que la tasa de política cerraría el año en 3,0% y en 4,75% el próximo año.

### Mejor escenario sanitario

**Los casos diarios de COVID-19 y las muertes se mantienen bajos.** Los casos activos en todo el país se redujeron más de la mitad en un mes (alrededor de 15.000 a fines de septiembre), mientras que las muertes diarias se mantuvieron en torno a 46 durante el último mes, muy por debajo del promedio de 136 en agosto. La tasa de reproducción del virus disminuyó en medio del avance del programa de vacunación. Colombia vacunó al 51% de su población (26,2 millones de personas) con la primera dosis, mientras que el 33% (16,8 millones) también recibió una segunda dosis o una monodosis. El gobierno espera acelerar el programa de vacunación en octubre con la llegada de 1,4 millones de dosis de Moderna y 1,8 millones de AstraZeneca, que se asignarían a segundas dosis, la primera dosis para la población adolescente (12-17 años) y un refuerzo para mayores de 70 años. Colombia apunta a vacunar al 70% de su población (alrededor de 35 millones de personas) para fin de este año. El favorable avance sanitario generó la consolidación de la reapertura económica. En Bogotá, la alcaldesa anunció que los cines, teatros, iglesias y restaurantes podrán operar al 75% de su capacidad. El índice de movilidad de Google volvió a los niveles previos a la pandemia.

### Un respiro de Moody's, aunque el escenario fiscal sigue siendo desafiante

**Moody's elevó la perspectiva del crédito soberano de negativa a estable y mantuvo su calificación Baa2, dos puntos por encima del grado especulativo.** Según Moody's, la calificación Baa2 de Colombia se encuentra respaldada por el historial del gobierno de gestión macroeconómica prudente y su capacidad para presentar y aprobar una reforma tributaria que conduciría a la estabilización de las métricas fiscales a futuro. Moody's señaló que, a pesar del aumento de los niveles de deuda pública, las métricas crediticias de Colombia se mantienen en línea con las de otros pares calificados como Baa2. La decisión de Moody's se diferencia de Standard & Poor's y Fitch, que redujeron la calificación del país a especulativo a principios de este año.

**En el mismo sentido, el Comité de Regla Fiscal destacó la aprobación de la reforma tributaria como un componente importante para avanzar en el necesario proceso de consolidación fiscal.** El Comité observó un comportamiento macroeconómico positivo que apunta a un déficit fiscal por debajo incluso del 8,6% del PIB descrito en el plan fiscal de mitad de año, junto con un nivel de deuda pública bruta algo inferior al 66,8% esperado por las autoridades. El Comité destacó la aprobación de la reforma tributaria sin modificaciones importantes, ya

que aumenta la recaudación tributaria, crea un límite de deuda y refuerza el marco del Comité de Regla Fiscal. Por último, el Comité reiteró la necesidad de un ajuste fiscal adicional equivalente a 0,6% del PIB para reforzar la senda de deuda sostenible (lo que indica la necesidad de una nueva reforma tributaria durante los primeros años del próximo gobierno).

**Mientras tanto, el proyecto de ley de Presupuesto General avanza en el Congreso.** Tras la aprobación del presupuesto para 2022 por un monto de 350,4 billones de pesos, las deliberaciones se centran ahora en la asignación de recursos y nuevas propuestas en las comisiones económicas conjuntas del Congreso. Uno de los artículos más relevantes incluidos en el proyecto de ley abre la posibilidad para que los afiliados al régimen pensional privado se transfieran al régimen público en 2022, incluyendo a los que se espera que reciban una pensión en menos de 10 años (lo que actualmente es una restricción). De tal manera, con la aprobación final de esta propuesta, el sistema público de pensiones recibiría los ahorros acumulados (recursos extraordinarios) y los aportes mensuales de los que se transfieran del régimen privado. Sin embargo, a medida que las personas empiecen a recibir sus pagos previsionales, el efecto neto resultaría negativo (0,3% del PIB a largo plazo, según el Ministerio de Hacienda), ya que los afiliados al régimen público reciben un subsidio del gobierno y 19.000 personas podrían solicitar el traslado de regímenes. Por otro lado, el presupuesto incluye un nuevo artículo que amplía la emergencia sanitaria hasta diciembre de 2021. Según la ley constitucional, el proyecto de ley de Presupuesto General debería ser aprobado por el Congreso antes del 20 de octubre.

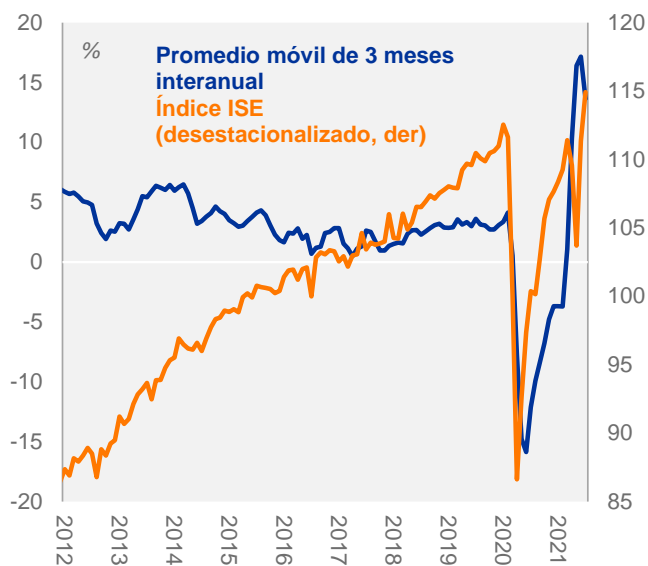
**Durante el tercer trimestre, el gobierno continuó vendiendo dólares para financiar las necesidades fiscales.** El Ministerio de Hacienda vendió 2.200 millones de dólares durante septiembre, acumulando ventas por alrededor de 8.000 millones de dólares en lo que va del año. El gobierno contaría con alrededor de 11.800 millones de dólares en recursos financieros externos este año, incluidos 4.800 millones de dólares aprobados en el Marco Fiscal de Mediano Plazo, recursos de la operación Ecopetrol - ISA (alrededor de 3.600 millones de dólares) y el desembolso de 2.800 millones dólares de los DEG. La Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional señaló que Colombia enfrentará importantes demandas fiscales de pesos en el 4T21, lo que significa que es probable que las ventas en dólares continúen en el trimestre, apoyando aún más al peso colombiano y financiando un amplio déficit de cuenta corriente. Colombia ha

renovado el acceso a la Línea de Crédito Flexible (FCL) del FMI desde 2009 y se convirtió en el primer país en retirar recursos de la línea el año pasado. Los fundamentos de la economía se han deteriorado, reflejado en la pérdida del grado de inversión, lo que podría afectar el tamaño de la línea de crédito en el futuro, ya que la FCL actual expirará en mayo de 2022.

## La recuperación económica avanza rápidamente

**La actividad continúa sorprendiendo al alza.** El indicador de actividad coincidente (ISE) aumentó 3,2% mensual desestacionalizado desde junio, sumándose al incremento anterior de 7,4%, lo que llevó los niveles de actividad muy por encima de los observados en marzo, previo a las protestas y la tercera ola del COVID-19. En términos anuales, el ISE aumentó un 14,3% interanual en julio (ayudado en parte por la baja base de comparación; contracción interanual de 9,6% hace un año). Los datos sectoriales del mes mostraron que el repunte fue generalizado en el sector comercial (las ventas minoristas crecieron 26,9% interanual en julio) y manufacturero (+20,1% interanual, similar al alza de junio).

### Rápido repunte de la actividad tras las interrupciones en el 2T



Fuente: DANE

**El mercado laboral está mejorando a medida que continúa la reapertura.** La tasa de desempleo cayó 5,9 p.p. en 12 meses a 14,3% en julio (5,4 p.p. en junio). La caída de la tasa de desempleo se produce en medio de una mejora marginal de la participación en el mercado laboral, que subió a 60,4%, desde 59,7% en junio (promedio de 63% en 2019). El empleo total se sitúa 5,8% por debajo de los niveles previos a la pandemia, mejorando desde el -8% registrado en junio (y el 26% desde abril del año pasado). Por sectores, comercio, alojamientos y restaurantes y las actividades de entretenimiento fueron los motores principales del trimestre, reflejando los efectos de una reapertura económica total.

**La sólida recuperación de la demanda interna está generando desequilibrios externos más amplios.**

El déficit comercial de 1.200 millones de dólares en julio superó en 300 millones de dólares el déficit registrado un año antes. El déficit comercial acumulado de 12 meses se encuentra en 12.900 millones de dólares (déficit de 10.100 millones de dólares de 2020). Si bien los precios del petróleo respaldan las ventas externas, los volúmenes se mantuvieron bajos. Mientras tanto, la demanda de importaciones está en auge. Las exportaciones totales subieron 33% en el trimestre acumulado, mientras que las importaciones aumentaron 48% (tras experimentar un leve descenso el año pasado).

**Los precios de los alimentos están impulsando la inflación, mientras que la medida subyacente se está normalizando gradualmente.**

La inflación de septiembre estuvo en línea con las expectativas, impulsando el alza anual de 7pbs a 4,51%, la tasa más alta desde abril de 2017, mientras que la inflación subyacente se mantiene por debajo de la meta de 3%.

La inflación de bienes no durables continuó aumentando, pasando desde 8,67% a 8,98%, impulsada principalmente por el componente de alimentos. Mientras tanto, a pesar de moderarse a 8,03% desde 8,32% en agosto, los precios de la energía siguieron siendo un factor clave para la inflación en septiembre. La inflación, excluidos los precios de los alimentos y la energía, se moderó a 2,60% (2,67% en agosto), mientras que la inflación de servicios se desaceleró a 2,21%, desde 2,30% anteriormente, lo que sugiere que las presiones inflacionarias siguen estando impulsadas por la oferta por el momento. En el margen, estimamos que la inflación acumulada en el tercer trimestre fue de 6,5% (anualizada, básicamente estable con respecto al 2T; 2,9% en el 1T21).

Como era de esperar, el directorio del Banco de la República comenzó a eliminar el estímulo monetario, con un incremento de 25pb a 2,0%, aunque una minoría de tres miembros del directorio votó a favor de un aumento de 50pb. El directorio hizo hincapié en el efecto de las interrupciones transitorias de la oferta que retrasan la convergencia a la meta, lo que llevó a una tasa de interés real que se tornó más expansiva a medida que aumentan las expectativas de inflación. Mientras tanto, la recuperación de la actividad avanza más rápido de lo previsto, con una sólida demanda interna que respalda un fuerte incremento del déficit de cuenta corriente. La minoría del directorio teme quedarse detrás de la curva. Las expectativas de inflación y la recuperación económica en curso se señalaron como factores clave a vigilar en los próximos meses.

**Tasa real considerablemente expansiva**



\*Utiliza encuesta del BanRep de expectativa del IPC general a un año

Fuente: Banrep, Itaú

**Revisiones al alza para el crecimiento, a pesar de los importantes desafíos**

**Los elevados términos de intercambio, la ausencia de importantes restricciones a la movilidad y las expansivas políticas macro respaldan una rápida recuperación del PIB en 2021.** Tras las sorpresas al alza, ahora esperamos que la economía colombiana se expanda 8,8% este año (frente a 7,8% en nuestro escenario anterior). Para el 2022 todavía prevemos un crecimiento económico de 2,7%, dado que el mayor impulso del año previo sería contrarrestado por un menor crecimiento global.

**La recuperación de la demanda interna y un déficit factorial más amplio compensarían el efecto positivo sobre las exportaciones del aumento de los términos de intercambio.** Por lo tanto, ahora esperamos un déficit de cuenta corriente de 5,0% este año (4,6% en nuestro escenario anterior), superior al déficit de 3,6% del año pasado. Para el próximo año, prevemos ahora un déficit de cuenta corriente de 4,5% del PIB (4,1% anteriormente). Seguimos esperando un tipo de cambio en 3.800 pesos/dólar para fines de 2021 y 2022. La presión hacia la devaluación derivada del endurecimiento de las condiciones financieras mundiales se vería compensada en parte por la venta de dólares del Ministerio de Hacienda, las tasas de interés más altas y la mejora de los términos de intercambio.

**Seguimos esperando una inflación de 5,2% este año, desde 1,6% en 2020.** La reapertura económica, el traslado de la devaluación a los precios y las restricciones de la oferta global deberían generar una aceleración de los precios al consumidor para fin de año. Para 2022, ahora esperamos una inflación de 3,7% (3,5% anteriormente), lo que refleja nuestras nuevas previsiones para el PIB.

**Con la consolidación de la reapertura económica, el aumento de la inflación y los importantes déficits gemelos, esperamos que el Banco Central acelere el ritmo de incrementos de la tasa a 50pb, a pesar de las señales actuales de mantener el ritmo.** Si bien el directorio reconoce que existe el riesgo de otra ola del COVID-19, creemos que estos riesgos están contenidos por el progreso en la cobertura de vacunación y una mayor flexibilidad en cuanto a las restricciones a la movilidad, lo que lleva al directorio a centrarse de lleno en los riesgos inflacionarios. Prevemos que la tasa de política cerraría el año en 3,0% y 4,75% el próximo año (en torno a la tasa neutral nominal estimada).

**João Pedro Bumachar**  
**Andrés Pérez**  
**Carolina Monzón**

## Proyecciones: Colombia

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021P	2022P
<b>Actividad económica</b>								
Crecimiento real del PIB - %	3,0	2,1	1,4	2,6	3,3	-6,8	8,8	2,7
PIB nominal - USD mil millones	294	282	311	334	323	272	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	5.335	5.939	6.122
Tasa de desempleo - media anual	8,9	9,2	9,4	9,7	10,5	16,1	13,6	11,0
<b>Inflación</b>								
IPC - %	6,8	5,8	4,1	3,2	3,8	1,6	5,2	3,7
<b>Tasa de interés</b>								
Tasa de referencia - final del año - %	5,75	7,50	4,75	4,25	4,25	1,75	3,00	4,75
<b>Balanza de pagos</b>								
COP/USD - final del período	3.175	3002	2.932	3.254	3.287	3.428	3.800	3.800
Balanza comercial - USD mil millones	-15,6	-11,1	-6,0	-7,0	-10,8	-10,1	-13,5	-9,0
Cuenta corriente - % PIB	-6,6	-4,5	-3,5	-4,2	-4,6	-3,6	-5,0	-4,5
Inversión extranjera directa - % PIB	4,0	4,9	4,4	3,4	4,3	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
<b>Finanzas públicas</b>								
Resultado nominal del gob. central - % del PIB	-3,0	-4,0	-3,6	-3,1	-2,5	-7,8	-8,6	-7,0
Deuda pública bruta del gob. central - % del PIB	44,6	45,6	46,4	49,3	50,2	64,8	65,9	67,1

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.