

Escenario macro - Colombia



Escenario Macro | 16 de septiembre de 2021

Economía global

Riesgos globales probablemente disminuirán 2

Previendo una evolución endémica del COVID-19, se esperan mejoras en la actividad de aquí a fin de año, tanto en Estados Unidos como en China. En Europa, los riesgos están puestos en las próximas elecciones, mientras que en América Latina la inflación más alta empuja mayores tasas generando un escenario económico complejo para el 2022.

Colombia

El despegue está cerca..... 8

Con la consolidación de la reapertura económica, la inflación en aumento y grandes déficits gemelos, el banco central comenzará a retirar gradualmente el estímulo monetario a finales de este mes. Ahora esperamos una tasa de interés en 3,0% para fines de este año (+50pb con respecto a nuestra estimación anterior) y en 4,75% para 2022.

Revisión de Escenario

Mundo

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	6,1	6,2	4,6	4,7

Brasil

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	5,3	5,7	0,5	1,5
BRL / USD (dic)	5,00	4,75	5,20	5,10
Tasas de interés (dic) - %	8,25	7,50	9,00	7,50
IPCA (%)	8,4	7,7	4,2	3,9

Argentina

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	7,0	7,0	2,5	2,5
ARS / USD (dic)	105,00	105,00	149,00	144,00
BADLAR (dic) - %	34,00	34,00	34,00	24,00
Tasa de referencia - %	38,0	38,0	38,0	30,0
IPC - %	49,0	47,0	45,0	40,0

Colombia

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	7,8	7,8	2,7	2,7
COP / USD (dic)	3800	3800	3800	3800
Tasas de interés (dic) - %	3,00	2,50	4,75	4,00
IPC - %	5,2	4,4	3,5	3,0

América Latina y el Caribe

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

México

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

Chile

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	10,3	10,0	2,1	2,4
CLP / USD (dic)	750	750	750	750
Tasas de interés (dic) - %	3,00	2,25	4,50	3,50
IPC - %	5,0	4,5	3,5	3,2

Perú

	2021		2022	
	Actual	Anterior	Actual	Anterior
PIB - %	11,0	10,2	3,5	3,5
PEN / USD (dic)	4,00	3,90	4,00	3,90
Tasas de interés (dic) - %	2,00	1,25	3,25	2,50
IPC - %	4,5	3,6	3,0	2,6

Economía global

Riesgos globales probablemente disminuirán

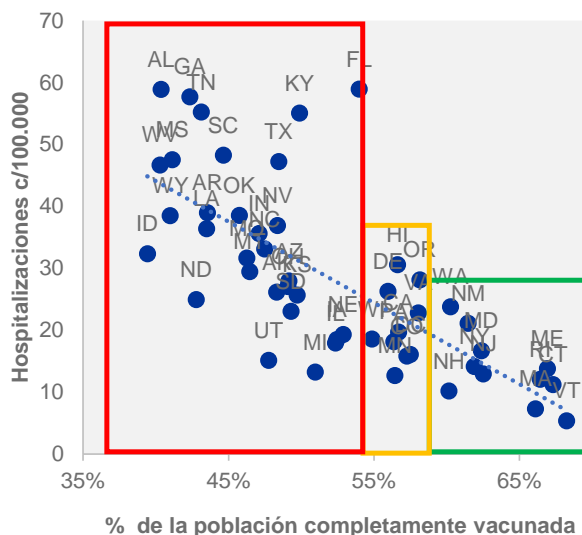
- ▶ Brotes de contagio de la variante Delta alcanzaron máximos, y se espera que el COVID-19 se vuelva gradualmente endémico en medio de una vacunación continua, disminuyendo el impacto sobre la actividad.
- ▶ Estados Unidos: la actividad mejoraría en el 4T21. La Fed probablemente comience a retirar el estímulo, sin mayores interrupciones, pero atento a los riesgos inflacionarios.
- ▶ China: débil actividad económica en 3T21, aunque se espera que mejore en 4T21 junto con un mayor control del virus y el apoyo de políticas económicas.
- ▶ Europa: elecciones en Alemania podrían traer riesgos al alza para la actividad en la región.
- ▶ *Commodities*: fuera de los máximos, pero se espera que el petróleo repunte.
- ▶ América Latina: una inflación más alta empuja las tasas de interés al alza y genera un escenario más complejo para el crecimiento económico en 2022.

Brotes de la variante Delta alcanzan puntos máximos; se espera que el COVID-19 se vuelva endémico con una vacunación continua y bajo impacto sobre la actividad.

El brote de la variante Delta alcanzó su punto máximo en Asia y Estados Unidos. La reciente ola letal de la variante Delta del COVID-19 parece haber alcanzado su punto máximo en Asia Pacífico, con países gradualmente reabriendo. Algunos países, como Australia, siguen en confinamiento. Los casos en Estados Unidos también alcanzaron su punto máximo, con incipientes signos de desaceleración en hospitalizaciones y muertes.

Se espera que el COVID-19 se vuelva endémico en la mayoría de las regiones vacunadas. Los datos a nivel estatal de Estados Unidos muestran que los casos graves de coronavirus se han mantenido bajos en los estados donde al menos el 60% -70% de la población (área verde en el cuadro a continuación) se encuentra completamente vacunada, mientras que los estados con una tasa de vacunación por debajo del 52% muestran un riesgo de nuevas olas letales debido a la propagación de nuevas variantes (área roja).

Estados Unidos: aumentan las hospitalizaciones en estados con tasas de vacunación más bajas

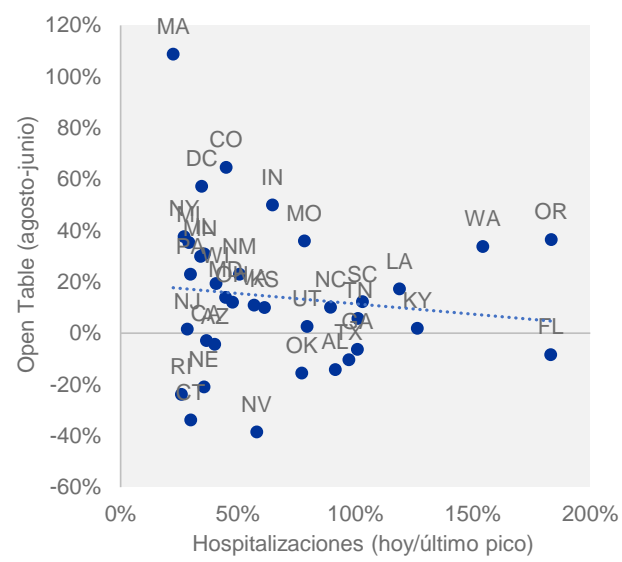
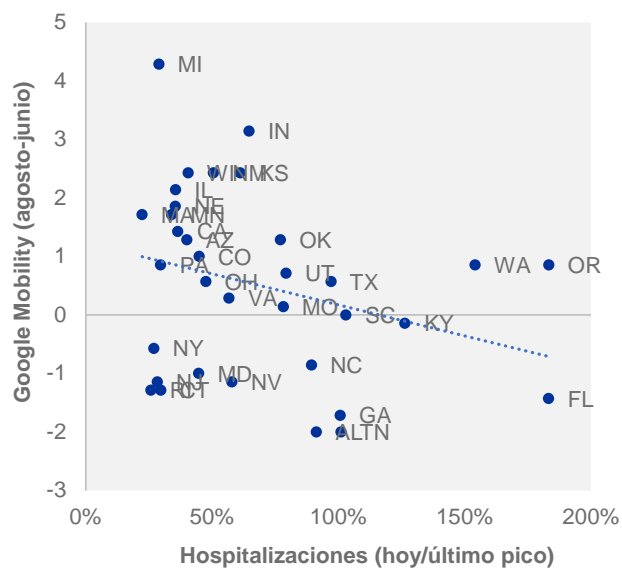


Fuente: CDC

Las tasas de mortalidad relacionadas con el COVID se están acercando a las de las enfermedades endémicas. En los estados con las tasas más altas de vacunación, las nuevas muertes diarias se sitúan en alrededor de 15 por cada 10 millones de personas, por encima del promedio anual de muertes relacionadas con la gripe en Estados Unidos (2,8/día por cada 10 millones de individuos) pero cerca de las relacionadas con enfermedades comunes como la diabetes (10,0/día por 10 millones) o el Alzheimer (12,4/día por 10 millones). Dado que la tasa de mortalidad actual incluye una de las variantes más mortales del COVID-19 hasta el momento, en un

escenario de vacunación aún baja en algunas áreas/países, es probable que la tasa de mortalidad continúe disminuyendo a futuro. Dicho esto, debido a que las áreas con alta reticencia a vacunarse también tienden a ser más reacias a las restricciones a la movilidad, en ciertas regiones específicas podrían continuar experimentando nuevos aumentos.

Estados Unidos: Impacto limitado del aumento de las hospitalizaciones en la actividad económica



Fuente: Google, Open table, CDC

La capacidad de producción global es suficiente para suministrar dosis de vacunas de refuerzo a la población mundial. Los estudios en Israel y en Reino Unido indican que la eficacia de la vacuna comienza a disminuir gradualmente unos meses después de la inoculación, lo que sugiere que pueden ser necesarios refuerzos periódicos para mantener una alta

inmunidad, probablemente cada seis meses. Se espera que la capacidad mundial de producción de vacunas alcance alrededor de 18.000 millones de dosis por año, a partir de 2022 (10.000 millones de ellas con ARNm o tecnologías de vectores virales), suficiente para vacunar a toda la población adulta dos veces al año. Con suficiente suministro, el desafío para las autoridades será mantener alta y constante la aceptación de la vacuna en el tiempo.

Estados Unidos: La Fed iniciaría retiro de estímulo sin mayores disrupciones, pero observando el riesgo inflacionario

La actividad se desaceleró en el 3T, pero se espera que mejore en el 4T21 a medida que el empleo continúe recuperándose. Los datos hasta agosto indican que el PIB se desaceleró 4,5% trimestral anualizado desestacionalizado en el 3T21, desde 6,5% en el 2T21. La desaceleración estuvo liderada por el importante descenso de las ventas de vehículos (-11,1% en agosto y -4,5% en julio) y de servicios, en medio del aumento de los casos del COVID-19. Sin embargo, esperamos que el crecimiento se vuelva a acelerar en el 4T21 a 6,0%, a medida que: i) los cuellos de botella de suministro se alivien, impulsando cierta recuperación en las ventas de automóviles y la reposición de inventario; y ii) la disminución de la ola de casos Delta permita a los servicios reanudar su senda de normalización. El empleo sostuvo un buen ritmo de recuperación promedio de 653.000 en los últimos seis meses, a pesar de una desaceleración temporal en agosto (a 235.000).

We revised our GDP forecast to 5.9% in 2021 (from 6.3%) and to 4.6% in 2022 (from 5.0%).

La aún alta inflación se está desacelerando gradualmente, aunque el repunte en vivienda es un riesgo. La continua desaceleración tanto en el GCP (gastos de consumo personal) subyacente (a 0,34%, desde 0,47% mensual) como en el IPC subyacente (a 0,10%, desde 0,33% mensual) a julio puede atribuirse a una disminución de los bienes transitorios, principalmente los precios de los automóviles y los alquileres. Aunque la inflación de vivienda se mantuvo bajo control en el período, nuestro seguimiento indica que podría mostrar una aceleración más pronunciada en los próximos meses debido a una mayor presión sobre algunas métricas de alquiler, lo que plantea un mayor riesgo de una inflación más permanente que debería monitorearse.

La Fed sigue su camino a comenzar un retiro del estímulo este año, sin mayores disrupciones, pero observando de cerca los riesgos asociados.

Esperamos que la Fed anuncie en noviembre el recorte gradual de las compras de activos a partir de diciembre, probablemente unos 15.000 millones de dólares por mes, terminando las compras en julio de 2022. Creemos que es poco probable que se produzca un nuevo recorte disruptivo ya que el último recorte estuvo bien comunicado y las autoridades fueron cuidadosas en desvincular esta discusión de las subidas de tasas, y también porque el stock de activos en la hoja de balance seguirá siendo importante y expansivo. La subida inicial de tasas se espera para diciembre de 2022, pero una recuperación de la inflación con elementos persistentes, como vivienda, plantea el riesgo de un ritmo de recorte más rápido, lo que podría generar otro movimiento disruptivo.

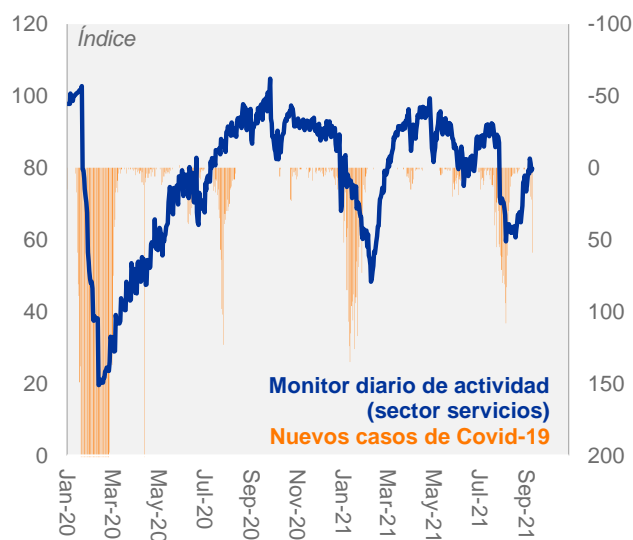
China: débil actividad en 3T21, aunque se espera que mejore en 4T21 con un mayor control del virus y apoyo de políticas

Actividad afectada por las restricciones del COVID... El PMI de servicios cayó 7,3 p.p., a 45,2 en agosto, debido a la estrategia de cero COVID de China en medio de rebrotes de la variante Delta. El índice manufacturero también cayó cerca de 50 en agosto, debido a los débiles nuevas órdenes, aunque el crecimiento de las exportaciones se mantuvo robusto en el mes.

... aunque el control del virus y el apoyo de las políticas podrían impulsar una mejora en el 4T21. Nuestro índice de actividad diaria muestra signos alentadores de una normalización de los servicios a principios de septiembre, en medio de una flexibilización de las restricciones con los brotes bajo control (ver gráfico). Las autoridades intensificaron el apoyo a la actividad. En el frente fiscal, la emisión más rápida de bonos especiales por parte del gobierno local apoyará la infraestructura. El Banco Central anunció una cuota de refinanciamiento de 300.000 millones de yuanes para financiar a pequeñas y medianas empresas. Estas medidas y el control del virus apoyarán una recuperación de la actividad en el 4T21, compensando la debilidad de las exportaciones y del sector inmobiliario mediante el aumento del consumo/servicios y la infraestructura.

A pesar de la reciente desaceleración, mantenemos nuestras proyecciones para el PIB en 8,2% para 2021 y 5,8% para 2022. Proyectamos un crecimiento trimestral de 0,6% en el 3T21 (por debajo del 1,3% en el 2T21), pero con una mejora a 1,5% trimestral en el 4T21. Estimamos un tipo de cambio en 6,50 yuanes/dólar para fin de 2021 y 6,60 yuanes/dólar para 2022, en medio de una fuerte perspectiva para el dólar.

Signos de normalización de los servicios tras el shock de la variante Delta

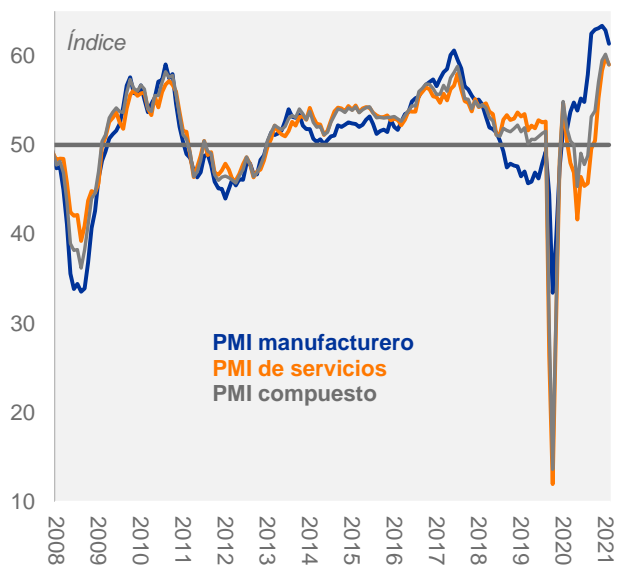


Fuente: NHC, Itaú

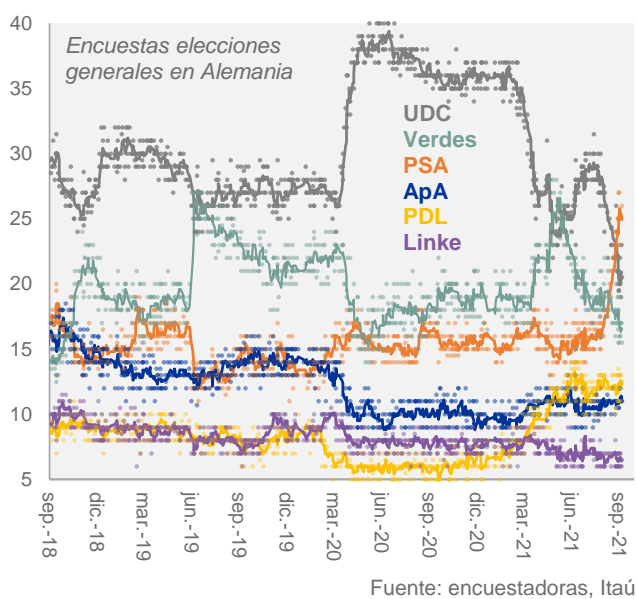
Europa: una actividad estable, mientras que las elecciones en Alemania podrían traer riesgos al alza para la región

Actividad estable en la zona del euro con impacto limitado de la variante Delta. Esperamos que el fuerte crecimiento en el 2T21 (2,0% trimestral) continúe en el 3T (2,3% trimestral). Los indicadores de actividad de alta frecuencia indican que la variante Delta tuvo un impacto limitado en la zona euro, con los PMI todavía en máximos históricos (ver el gráfico a continuación). Esperamos un crecimiento del PIB de 4,9% en 2021 y de 5,2% en 2022.

Los PMI alcanzaron su punto máximo, pero aún en niveles fuertes



Elecciones alemanas: El SPD lidera las encuestas



Las elecciones en Alemania, fijadas para el 26 de septiembre, podrían plantear riesgos al alza para Europa a medida que aumenta la probabilidad de un gobierno con una política fiscal más expansiva.

El partido gobernante CDU/CSU (Unión Demócrata Cristiana) perdió terreno frente a los partidos SPD (Socialdemócrata) y Verde. El SPD ha estado subiendo en las encuestas en las últimas semanas, junto con una opinión pública que favorece al líder del SPD y actual ministro de Hacienda, Olaf Scholz, en la carrera para canciller. A pesar de que es probable que sea una carrera reñida, el ascenso del SPD y la debilidad del CDU/CSU de Merkel podrían llevar a una coalición de centro-izquierda en el próximo gobierno, encabezada por el SPD, con un control más flexible de las políticas fiscales tanto para Alemania como para la UE.

Tanto los Verdes como el SPD han expuesto su intención de aumentar la inversión a nivel federal, particularmente hacia una transición a una economía más verde. A pesar de que un cambio constitucional en la restricción de la deuda de Alemania (limitando el déficit fiscal a 0,35% del PIB) parece poco probable (los cambios requieren una mayoría de 2/3 en ambas cámaras), es probable que una coalición de centro-izquierda presione a favor de mayor inversión a través de opciones fiscales disponibles. Ambas partes también indicaron que apoyarían reglas fiscales más amplias para la zona euro. El actual Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la Unión Europea exige que el déficit público se mantenga por debajo del 3% del PIB y que la deuda pública bruta permanezca por debajo del 60% del PIB.

Commodities: Fuera de los máximos, aunque es probable que el petróleo repunte.

Corrección en los precios de los commodities desde el máximo reciente. El mineral de hierro cayó casi 35%, a 135 dólares/t; donde ahora esperamos un precio de 150 dólares/t para fin de año (por debajo de los 165 dólares/t, anteriormente).

Todavía prevemos un alza en los precios del petróleo en el corto plazo. La OPEP+ mantuvo el ritmo de agregar 400 kb/d en octubre. El U.S. Shale está volviendo a una senda más lenta de lo habitual debido al enfoque más conservador entre los

productores para desanclarse y pagar a inversores. La demanda de petróleo se normalizó en la mayoría de los países, generando inventarios ajustados. Proyectamos el precio del Brent en 80 dólares/barril y del WTI en 75 dólares/barril en 2021.

América Latina: mayor inflación empuja las tasas de interés al alza y genera un escenario más complejo para el crecimiento económico en 2022

La inflación está sorprendiendo al alza en toda América Latina. Como las brechas negativas de oferta persisten en la mayoría de las economías (tal vez Chile sea una excepción), las presiones sobre los precios no provienen de la demanda agregada. En cambio, se deriva de múltiples shocks, como climáticos (que afecta particularmente los precios de la energía en Brasil), de los precios de los commodities, el debilitamiento del tipo de cambio, la reapertura de los servicios y las restricciones en cadenas de suministros globales, que están elevando la inflación muy por encima de las estimaciones, afectando diferentes medidas de expectativas inflacionarias. Estamos revisando al alza nuestras previsiones de inflación para este año en Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú. Además, es poco probable que la inflación regrese a la meta para 2022 (también en México).

En este contexto, los bancos centrales están eliminando estímulos monetarios más rápido de lo previsto inicialmente. El BCB ya había abandonado su orientación para una normalización parcial de la política monetaria, lo que actualmente indica que la tasa Selic alcanzará un máximo por encima de la neutralidad. Más recientemente, el Banco Central de Chile, que también daba indicios de tasas por debajo del nivel neutral durante la proyección del horizonte de política monetaria, aumentó el ritmo de las alzas de tasa a 75pb (incluso más de lo que esperaba el mercado) y sugirió que las tasas probablemente alcanzarían niveles neutrales entre el primer y el segundo trimestre del 2022, con riesgos que apuntan hacia una postura contractiva. En Brasil, ahora prevemos que la tasa Selic cerraría este año en 8,25% y 9,0% el próximo (ambos por arriba del 7,5% en nuestro escenario anterior), mientras que en Chile prevemos una tasa de política en 3,0% para fin de año (desde 2,25%). Es poco probable que otros bancos centrales de la región, como Colombia, México y Perú, indiquen un cambio a una postura contractiva, al menos en el corto plazo. De todas maneras, ahora esperamos tasas de interés más

altas de lo que anticipábamos anteriormente en Colombia (3,0% para fines de este año, desde 2,5% anteriormente) y Perú (2,0%, desde 1,25% previamente). En México, seguimos proyectando tres subidas adicionales de tasa de 25pb para este año, a pesar de que reconocemos que las divisiones dentro de la junta crean el riesgo de una pausa prematura a corto plazo en el ciclo de contracción.

Una eliminación más rápida del estímulo monetario no nos torna más optimistas con respecto a los tipos de cambio en la región. De hecho, ahora prevemos que el real cerraría este año en 5,00 por dólar (desde 4,75 en nuestro escenario anterior), mientras que el peso mexicano y el sol peruano probablemente cierren este año en 19,8 por dólar (desde 19,0 anteriormente) y 4,0 por dólar (desde 3,9 previamente), respectivamente. La incertidumbre interna y un escenario externo menos constructivo (es probable que los precios de la mayoría de los commodities pasen los máximos y se espera que la Fed comience a reducir las compras de activos en diciembre) constituyen efectos negativos para las monedas de la región. Estos factores, sumados a las tasas de interés más altas y la disminución en las ganancias producto de la reapertura económica, también son factores en contra para el crecimiento futuro. Si bien la mejora de la situación sanitaria está ayudando a la actividad actual en la región, las perspectivas para el próximo año se están volviendo más complejas. Redujimos nuestras previsiones de crecimiento de 2022 para Brasil (a 0,5%, desde 1,5%) y Chile (a 2,1%, desde 2,4%).

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	6,1	4,6
EUA - %	2,9	1,6	2,4	2,9	2,1	-3,4	5,9	4,6
Zona del Euro - %	1,9	1,8	2,7	1,9	1,4	-6,5	4,9	5,2
China - %	7,1	6,9	6,9	6,7	6,1	2,3	8,2	5,8
Tasas de interés y monedas								
Fed fondos - %	0,23	0,54	1,30	2,27	1,55	0,09	0,10	0,35
Treasury 10 años (EUA), final del período - %	2,47	2,49	2,40	2,83	2,00	0,93	1,75	2,50
USD/EUR - final del período	1,09	1,05	1,20	1,15	1,12	1,22	1,20	1,15
CNY/USD - final del período	6,5	6,9	6,5	6,9	7,0	6,5	6,5	6,6
Índice DXY (*)	98,6	102,2	92,1	96,2	96,4	89,9	91,4	94,2
Commodities								
Índice CRB - a/a - %	-15,1	12,0	1,5	-3,8	-4,5	10,3	23,4	-5,6
Índice CRB - var. media anual - %	-14,0	-1,3	6,9	-0,6	-6,0	-3,3	37,0	-2,7
Índice de Commodities Itaú (ICI) - a/a - %	-28,4	27,5	3,5	-2,2	4,8	10,1	23,4	-5,6
Índice de Commodities Itaú (ICI) - media anual - %	-32,7	-6,4	13,3	10,2	-4,0	-8,4	48,3	-1,7
Metales - var. media anual - %	-29,7	-2,6	25,1	3,1	5,4	6,2	52,6	-10,8
Energía - var. media anual - %	-44,7	-14,5	21,4	24,1	-11,2	-28,4	56,4	13,7
Agrícolas - var. media anual - %	-16,0	-0,4	-1,5	0,7	-2,1	3,5	37,3	-7,4

Fuente: FMI, Bloomberg, Itaú

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

Colombia

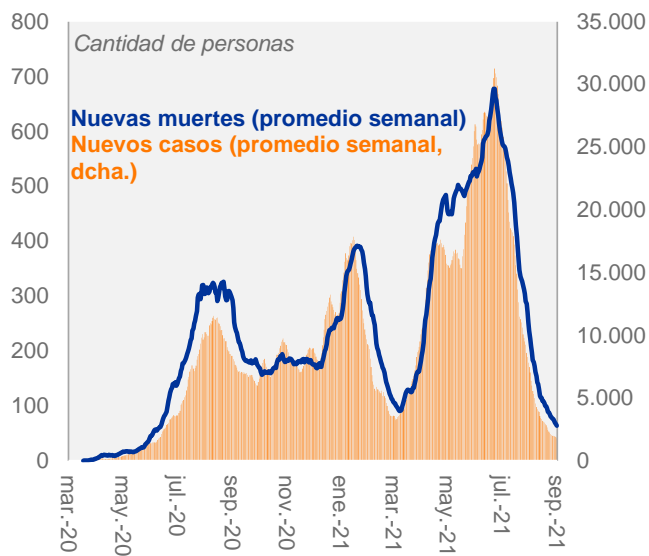
El despegue está cerca

- ▶ La recuperación económica se estancó en el 2T21, con protestas que generaron la primera caída secuencial de la actividad desde el inicio de la pandemia. Sin embargo, al cierre del trimestre, la actividad ya se estaba recuperando a medida que las protestas disminuyeron y las restricciones a la movilidad se flexibilizaron.
- ▶ Se aprobó la reforma tributaria y se está debatiendo actualmente el Presupuesto 2022 en el Congreso, cuya aprobación está prevista para las próximas semanas. Además, el gobierno llegó a un acuerdo con el Banco Central para comprar los Derechos Especiales de Giro del FMI, utilizando un bono en moneda local como pago. Los 2.800 millones de dólares de los DEG, junto con los 3.600 millones de dólares del acuerdo ISA-Ecopetrol, contribuirían a financiar el presupuesto fiscal y brindarían cierto apoyo a la moneda, en un contexto de amplios déficits gemelos. Estas son fuentes extraordinarias de financiamiento, y la fragilidad fiscal subyacente debe abordarse eventualmente.
- ▶ Dadas las importantes sorpresas al alza que registró la inflación y el aumento de los desequilibrios externos, es probable que el Banco Central comience a eliminar el estímulo monetario a fines de este mes. Ahora esperamos la tasa de interés en 3,0% para fines de este año (+50pb con respecto a nuestra estimación anterior) y en 4,75% para 2022. El ciclo probablemente comenzará con un aumento de la tasa de 25pb, pero se esperan incrementos de mayor magnitud posteriormente.

El escenario sanitario apoya la reapertura económica

La situación sanitaria de Colombia está mejorando rápidamente, con una fuerte caída de nuevos casos y un gradual avance de la vacunación. Un tercio de la población está completamente vacunada, y se espera que la cobertura alcance casi el 50% durante el próximo mes, incluidas las personas vacunadas con una dosis. Además, se incluyó recientemente a los adolescentes en el programa de vacunación. Durante la primera semana de septiembre, el promedio semanal de nuevos casos diarios cayó por debajo de los dos mil por primera vez desde junio del año pasado, un fuerte descenso con respecto al promedio de 30.000 observado al cierre de junio. La positividad promedio de las pruebas PCR también está cerca de los mínimos pandémicos (por debajo del 5%). Además, mejoró el uso de las Unidades de Cuidados Intensivos y se sitúa en torno al 54% en las principales ciudades. Por lo tanto, las restricciones a la movilidad continúan flexibilizándose, y las autoridades dieron luz verde a las grandes reuniones públicas. Sin embargo, las autoridades optaron por extender la emergencia sanitaria nacional del COVID-19 un trimestre, hasta el 30 de noviembre. La medida de emergencia permite que el presidente Duque continúe emitiendo regulaciones relacionadas con la pandemia, como el uso obligatorio de mascarillas, el distanciamiento social y los protocolos sanitarios.

Mínimos de pandemia



Fuente: Ministerio de Salud

El presupuesto y reforma tributaria van de la mano

La propuesta del gobierno para el Presupuesto de 2022 considera que los gastos (no relacionados con el servicio de la deuda) crecerán 3,8% en términos nominales a partir de este año (14% en 2021 y 21% en 2020), ya que el proceso de consolidación fiscal aún no se ha afianzado. Aún así, se espera que algunos de los gastos propuestos

para el próximo año sean financiados por ingresos vinculados a la reforma tributaria (en particular, el impuesto sobre la renta) recientemente aprobado en el Congreso. El debate sobre la reforma en el Congreso implicó pocos cambios a las metas de ingresos esperados establecidas en la última propuesta del gobierno (alrededor del 0,2% del PIB para el próximo año y hasta 1,3% para 2025), por lo que la reforma no afecta a los elementos políticamente sensibles antes de las elecciones del próximo año (el IVA permanece intacto y se descartó la expansión planificada de la base imponible). No obstante, sigue habiendo presión para extender el gasto social (transferencias de ingresos, subsidios al empleo) que podría diluir el efecto permanente neto esperado de la reforma de hasta 0,8% del PIB en el mediano plazo.

Colombia utilizará los DEG del FMI para financiar el Presupuesto 2022 después de que el Ministerio de Hacienda reciba la aprobación del Banco Central.

En un comunicado después de la reunión de política monetaria de agosto, el Banco Central anunció que venderá 2.800 millones de dólares, equivalentes a los recursos adicionales de DEG de Colombia al Ministerio de Hacienda, con el objetivo de fortalecer la posición de liquidez del gobierno. El Banco Central y el Ministerio de Hacienda consideraron que las reservas internacionales actuales junto con el acceso a la Línea de Crédito Flexible representan colchones suficientes para mitigar los shocks externos. El Banco Central vendió 2.800 millones de dólares al Ministerio de Hacienda, por cuyo pago recibió bonos del gobierno en moneda local. La operación no aumentará la deuda pública bruta, ya que estos bonos habían sido emitidos previamente y estaban en poder del Tesoro. Los 2.800 millones de dólares de DEG junto con los 3.600 millones de dólares por la compra de la empresa de transmisión eléctrica (ISA) por parte de Ecopetrol contribuirían a financiar el presupuesto del gobierno y el déficit de cuenta corriente (Ecopetrol se endeudó en el extranjero para pagar la empresa estatal ISA, impulsando los ingresos en dólares para el gobierno).

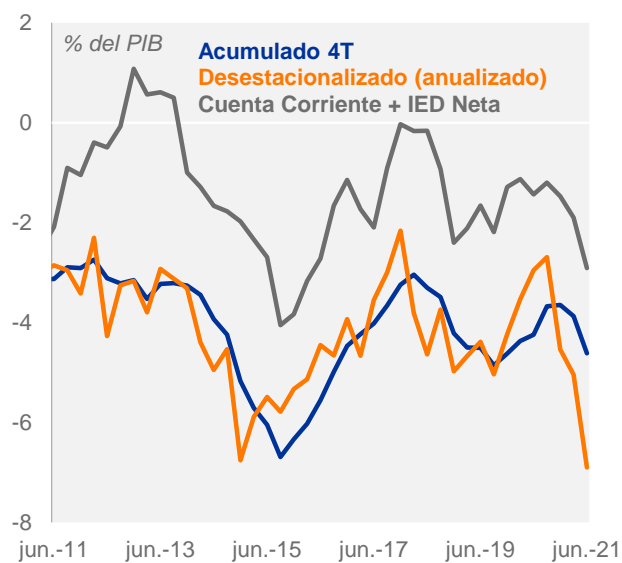
Caída transitoria del PIB en el 2T21

La economía colombiana se contrajo 2,4% entre el 1T21 y el 2T21 debido al desplome de la inversión y las exportaciones. Las protestas y una tercera ola mortal del COVID-19 a principios del trimestre fueron factores clave detrás de la mayor debilidad del desempeño. A pesar de la caída secuencial, el PIB subió un sólido 17,6% interanual en el 2T21 (+1,1% en el 1T21), ayudado por los efectos de base (una caída

de 15,7% en el 2T20). El consumo privado, que ahora se encuentra 4,5% por encima de los niveles previos a la pandemia, aumentó 25,0% interanual en el 2T21, frente a 1,4% en el 1T21. Por su parte, la inversión fija bruta aumentó 32,0% interanual en el trimestre (caída de 1,7% en el 1T20), más leve que el descenso de 39,2% del año anterior. El PIB en el 2T21 se redujo por un mayor arrastre neto de exportaciones mientras las importaciones se aceleraron. En el margen, la actividad cayó 9,4% trimestral anualizado desestacionalizado. A pesar de la debilidad durante el trimestre, el indicador coincidente mensual del PIB mostró un repunte significativo al cierre del período (+7,4% mensual desestacionalizado), ya que las restricciones a la movilidad se relajaron y las manifestaciones se mantuvieron bajo control.

A medida que la demanda interna se recupera, el déficit de cuenta corriente se amplía. El déficit de 4.600 millones de dólares en el 2T21 (6,4% del PIB) fue 2.700 millones de dólares más amplio que en el 2T20. Como resultado, el déficit acumulado de 4 trimestres de la cuenta corriente aumentó a 4,6% del PIB, el mayor nivel desde 2014, y muy por encima del 3,9% del 1T21 (3,6% en 2020). En el margen, nuestra desestacionalización muestra que el déficit aumentó a 6,9% del PIB en el 2T21, el nivel más alto registrado. El incremento del déficit de cuenta corriente en el 2T21 se debió a un creciente déficit comercial y un mayor déficit de ingresos. La inversión extranjera directa no logró, una vez más, financiar por completo el déficit de cuenta corriente.

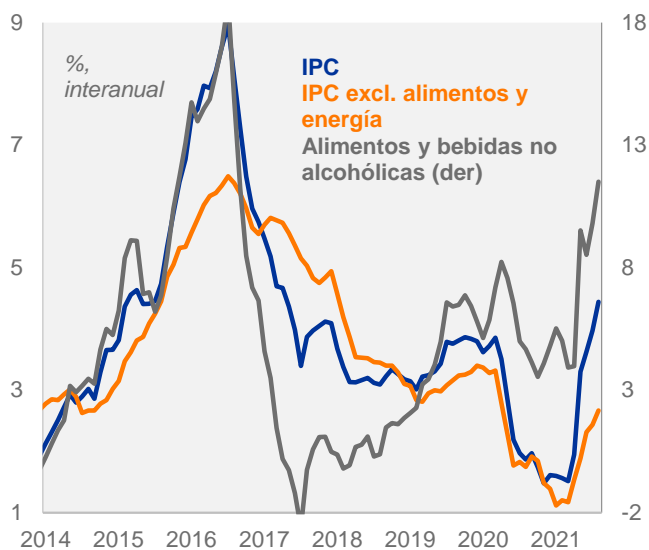
Crecimiento del déficit de cuenta corriente



Fuente: BanRep, Dane, Itaú

La inflación sigue sorprendiendo al alza, impulsada principalmente por los precios de los alimentos y la energía, aunque las medidas subyacentes también están aumentando. Los precios al consumidor subieron 0,45% de julio a agosto, el registro mensual más alto para agosto desde 2015. Los principales aportes a la suba mensual de precios fueron el aumento de 1,08% en alimentos y bebidas no alcohólicas y de 0,99% en la división de restaurantes y hotelería a medida que la economía se reabrió gradualmente. La inflación subyacente aumentó unos modestos 23pb, aún por debajo de la meta, en 2,67%. En el margen, estimamos que la inflación acumulada en el trimestre que finalizó en agosto fue de 5,3% (anualizada), moderándose desde 6,6% en el 2T21. Por su parte, la inflación subyacente se aceleró a 4,5%, desde +2,8% en el 2T21, impulsada por la división de restaurantes y hotelería gracias a la reapertura económica.

Los precios de los alimentos presionan la inflación



Fuente: Dane, Itaú.

Si bien no se tomó ninguna decisión sobre la tasa de política monetaria en agosto, el directorio experimentó una nueva reorganización. El presidente Duque nombró al ex ministro de Hacienda Alberto Carrasquilla como miembro de Junta Directiva del Banco Central; Carrasquilla renunció como ministro de hacienda a principios de este año a raíz de las protestas luego de la reforma tributaria inicial. Carrasquilla, quien anteriormente se desempeñó en el directorio a través de su cargo como ministro, reemplaza a Carolina Soto, quien renunció cuando su esposo Alejandro Gaviria anunció su candidatura a la presidencia.

Subida de tasa de 25pb este mes

Continuamos esperando que la economía colombiana se expanda este año 7,8% interanual (frente a una caída de 6,8% en 2020). Es probable que el entorno externo aún favorable, las menores restricciones a la movilidad y las políticas macroeconómicas expansivas respalden una rápida recuperación del PIB este año. Esperamos un crecimiento de 2,7% para 2022.

Ahora prevemos una inflación de 5,2% este año, desde 1,6% en 2020 (+80pb con respecto a nuestro escenario anterior). Para 2022, la inercia podría llevar la inflación a 3,5% a fin de año (3,0% en nuestro escenario anterior). Las continuas sorpresas al alza, junto con la eliminación de los subsidios por el COVID-19, un peso colombiano más débil, la recuperación del sector de servicios y las actuales restricciones de oferta mundial apuntan a una persistente presión inflacionaria en el corto plazo.

Dada la consolidación de la reapertura económica, el aumento de la inflación y los grandes déficits gemelos, el Banco Central comenzará gradualmente a eliminar el estímulo monetario a fines de este mes, con un aumento de la tasa de 25pb, acelerándose a 50pb posteriormente. Observamos que la tasa real ex ante a un año se encuentra en el nivel más expansivo desde el inicio de la pandemia. Preveemos que la tasa de política cerraría el año en 3,0% (+50pb con respecto a nuestro escenario anterior) y 4,75% el próximo año (+75pb con respecto a nuestra estimación anterior).

El desequilibrio externo de Colombia se ampliará este año (en relación con 2020), a medida que la demanda interna se recupera debido a la reapertura de la economía. Con un déficit de cuenta corriente mayor al esperado en el 2T21, ahora prevemos un déficit de 4,6% este año (3,6% el año pasado), 30pb más que nuestra estimación anterior. Para 2022, seguimos previendo un déficit de cuenta corriente en 4,1% del PIB, a medida que la recuperación de la demanda interna se normaliza, lo que llevaría a una moderación del crecimiento de las importaciones. Proyectamos un tipo de cambio en 3.800 pesos/dólar para fines de 2021 y 2022.

João Pedro Bumachar
Carolina Monzón
Vittorio Peretti

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	7,8	2,7
PIB nominal - USD mil millones	294	282	311	334	323	272	302	315
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	5.884	6.066
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	5,2	3,5
Tasa de interés								
Tasa de referencia - final del año - %	5,75	7,50	4,75	4,25	4,25	1,75	3,00	4,75
Balanza de pagos								
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	-12,0	-7,0
Cuenta corriente - % PIB	-6,6	-4,5	-3,5	-4,2	-4,6	-3,6	-4,6	-4,1
Inversión extranjera directa - % PIB	4,0	4,9	4,4	3,4	4,3	2,8	3,5	4,5
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	-7,0
Deuda pública bruta del gob. central - % del PIB	44,6	45,6	46,4	49,3	50,2	64,8	66,4	67,7

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

- 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.
- 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.
- 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.
- 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.itau.com.br/atenda-itaubba-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.