

Perspectivas Económicas: Mejor que lo esperado, pero con mayores riesgos

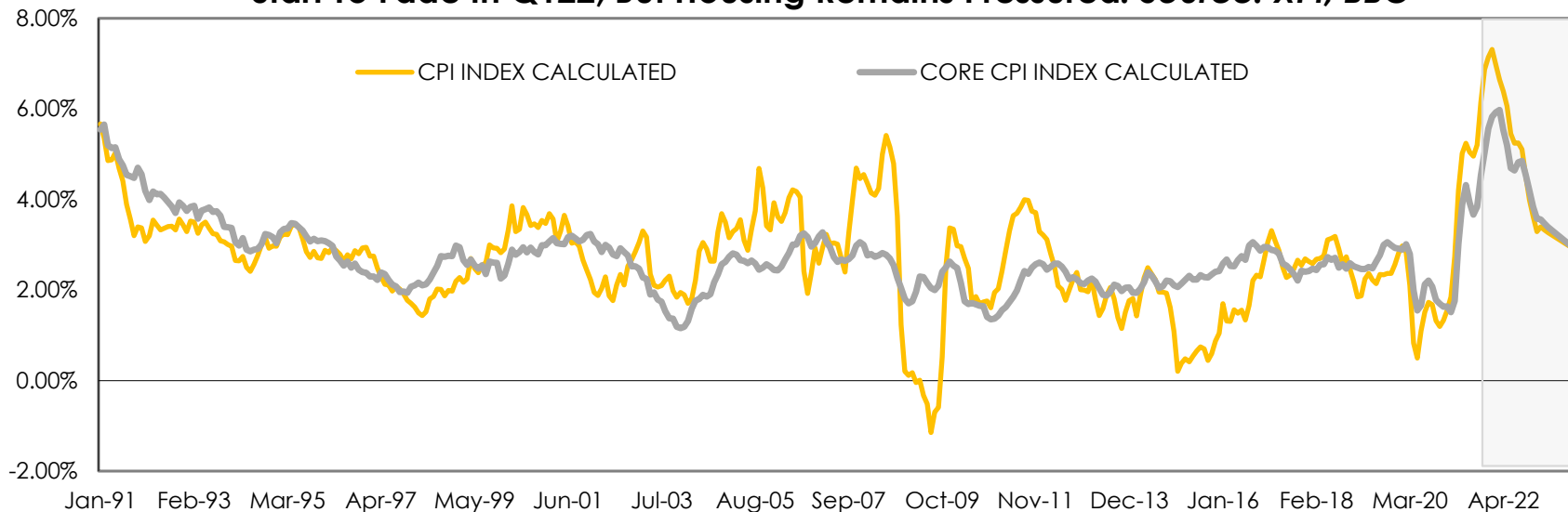
Andrés Pardo Amézquita, Chief Latin America Macro Strategist, XP Investments

Febrero, 2022



La inflación ha subido con fuerza en EEUU, pero el rezago en la recuperación del mercado laboral y la estrategia monetaria de la Fed permitirán que las condiciones financieras globales continúen siendo favorables, pero con especial volatilidad hasta mediados de este año. Esperamos una inflación de 3.7% en 2022.

US CPI FUNDAMENTALS--Headline And Core CPI Y/Y, Assumes Supply Shocks Start To Fade In Q122, But Housing Remains Pressured. Source: XPI, BBG

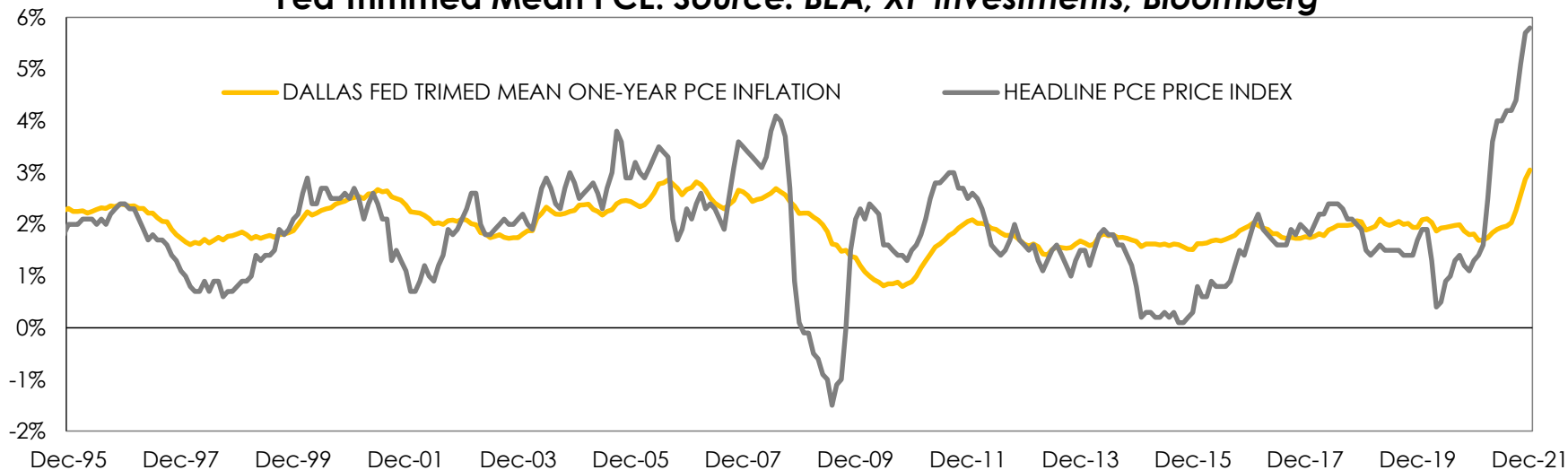


Gran parte de la presión inflacionaria en EEUU es función de rubros muy específicos atados a la pandemia o a los confinamientos.

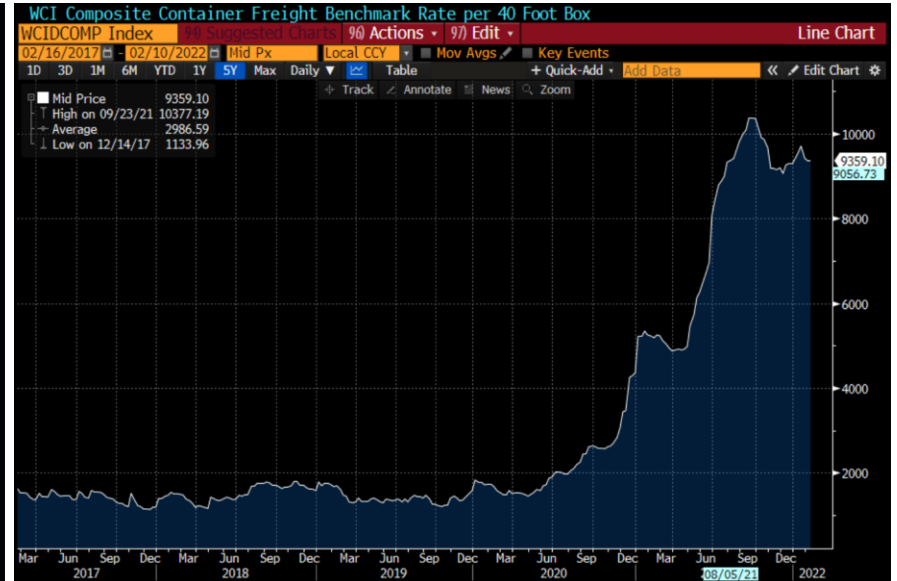
INFLATION FUNDAMENTALS, DECEMBER 2021, OFFICIAL DATA, UNADJUSTED DATA (SOURCE: BLS)					
	Y/Y CHANGE	M/M CHANGE	PRE-PANDEMIC AVERAGE Y/Y CHANGE	INDEX WEIGHTING	HEADLINE CPI INCIDENCE
<i>REOPENING EFFECT</i>					
.....FOOD AWAY FROM HOME	6.40%	0.70%	2.65%	6.25%	0.40%
.....GASOLINE	40.00%	0.10%	4.50%	3.83%	1.53%
.....NEW VEHICLES	12.20%	0.60%	0.58%	3.81%	0.46%
.....USED CARS AND TRUCKS	40.50%	1.50%	0.72%	3.43%	1.39%
.....APPAREL	5.30%	2.50%	0.00%	2.69%	0.14%
.....LODGING AWAY FROM HOME	23.60%	-1.00%	2.82%	1.05%	0.25%
<i>SUPPLY CHAIN SHOCK / PANDEMIC RELATED</i>					
.....UTILITY (PIPED) GAS SERVICES	23.90%	0.40%	2.72%	0.76%	0.18%
.....ELECTRICITY	10.70%	4.50%	2.12%	2.47%	0.26%
.....HOUSEHOLD FURNISHING AND SUPPLIES	9.30%	2.00%	-0.87%	3.73%	0.35%
.....TRANSPORTATION SERVICES	5.60%	0.80%	2.83%	5.09%	0.29%
.....SPORTING GOODS	8.20%	2.50%	-0.06%	0.61%	0.05%
"TRANSITORY" MODELED Y/Y CPI					5.30%
OFFICIAL HEADLINE CPI Y/Y					7.50%
"TRANSITORY" / OFFICIAL HEADLINE CPI					70.66%

La medida “*trimmed mean*” de inflación de la Fed de Dallas efectivamente sugiere que el episodio de alta inflación actual pareciera ser principalmente de carácter coyuntural.

US UNDERLYING INFLATION FUNDAMENTALS--Y/Y Headline PCE And Dallas Fed Trimmed Mean PCE. Source: BEA, XP Investments, Bloomberg

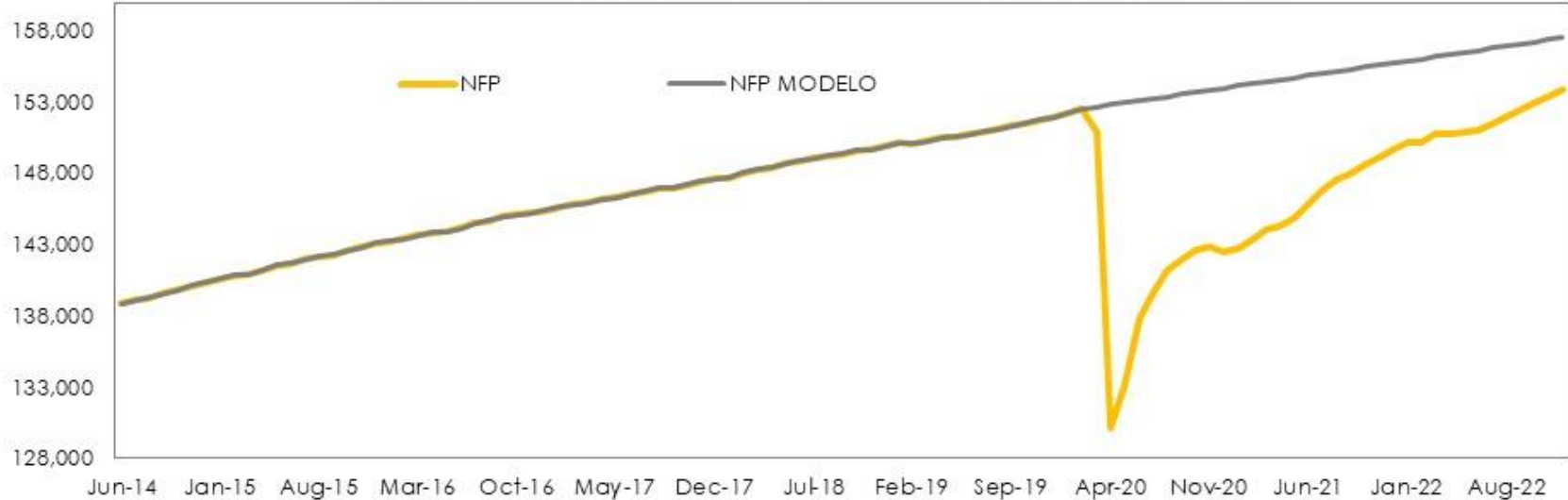


Algunos indicadores globales comienzan a dar señales incipientes de que el peor momento de los problemas de suministros a nivel global podrían haber quedado atrás.



Tras caer 3.4% en 2020, la economía de EEUU creció 5.7% en 2021 y esperamos que crezca 3.8% en 2022, pero la recuperación del empleo tomará mucho más tiempo, lo cual incidirá en moderar la inflación.

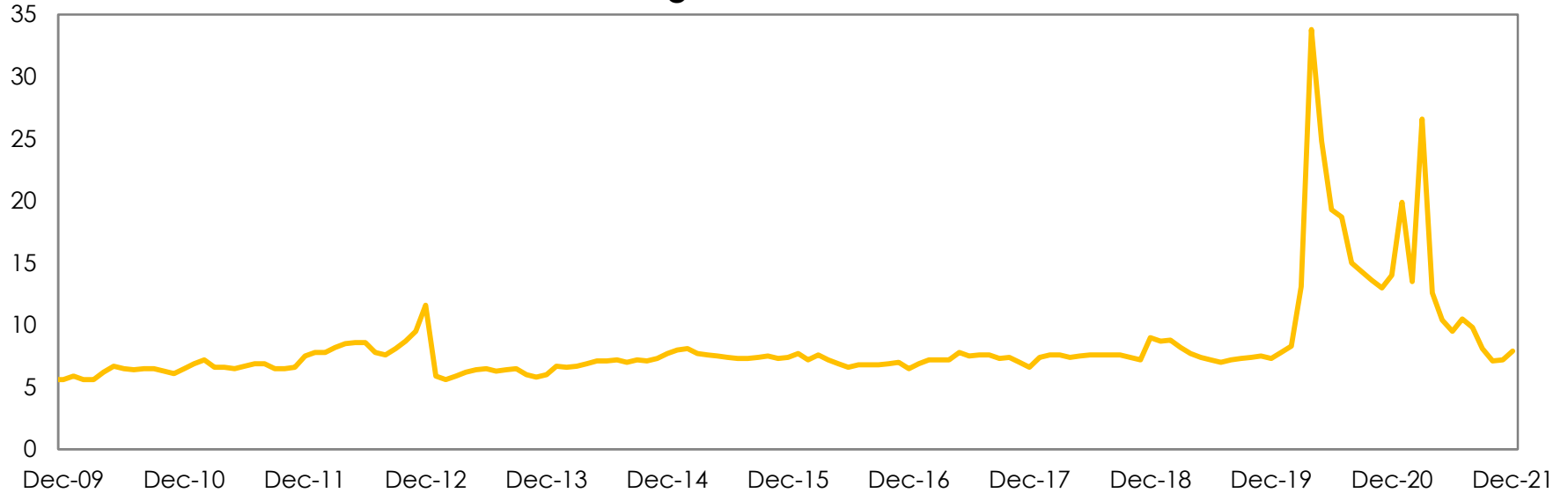
US EMPLOYMENT FUNDAMENTALS--Non-Farm Payrolls Versus Modelled Non-Farm Payrolls Series. Source: Bloomberg, XP Investments



En diciembre, había 10.6 millones de personas que no trabajaban por razones directamente relacionadas con el virus (con Covid, cuidando a alguien con Covid o a niños que no podían ir a estudiar, o con susto de contraer el virus) y en enero fueron 17.3 millones.

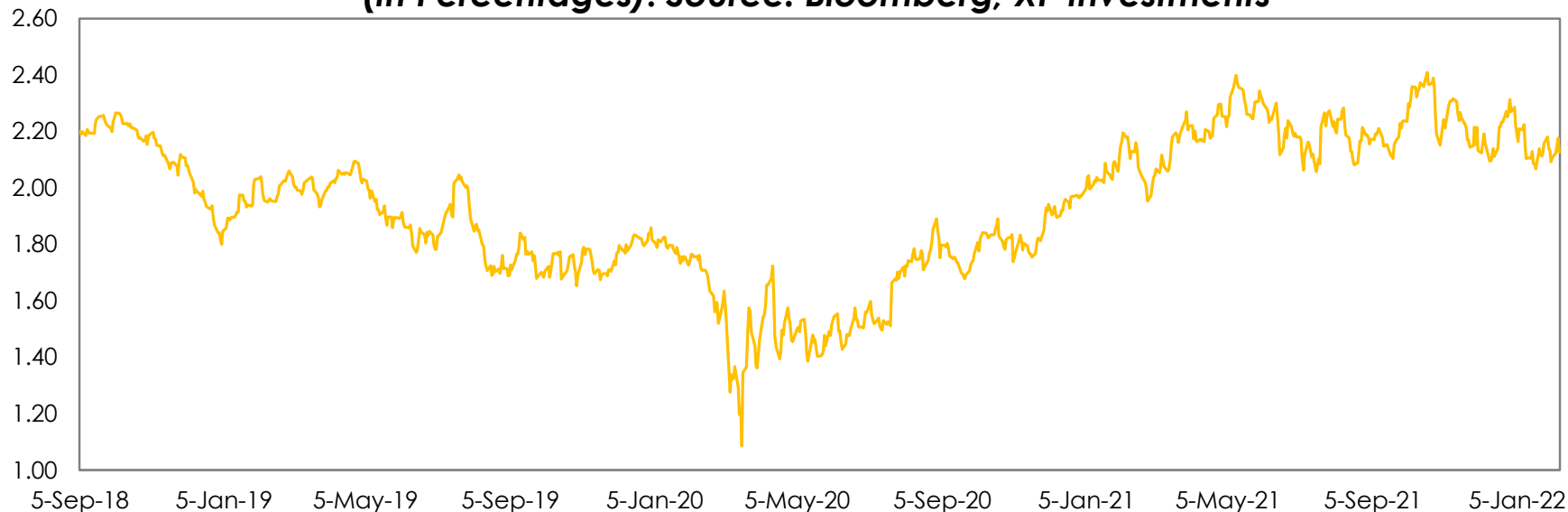
Adicionalmente, los estímulos de transferencias directas a los hogares expiraron a finales de 2021 y la tasa de ahorro personal se ha desplomado a niveles ligeramente inferiores a los de la pre-pandemia.

US ECONOMY--Personal Savings Rate (As A % of Disposable Income). Source: Bloomberg, BEA, XP Investments



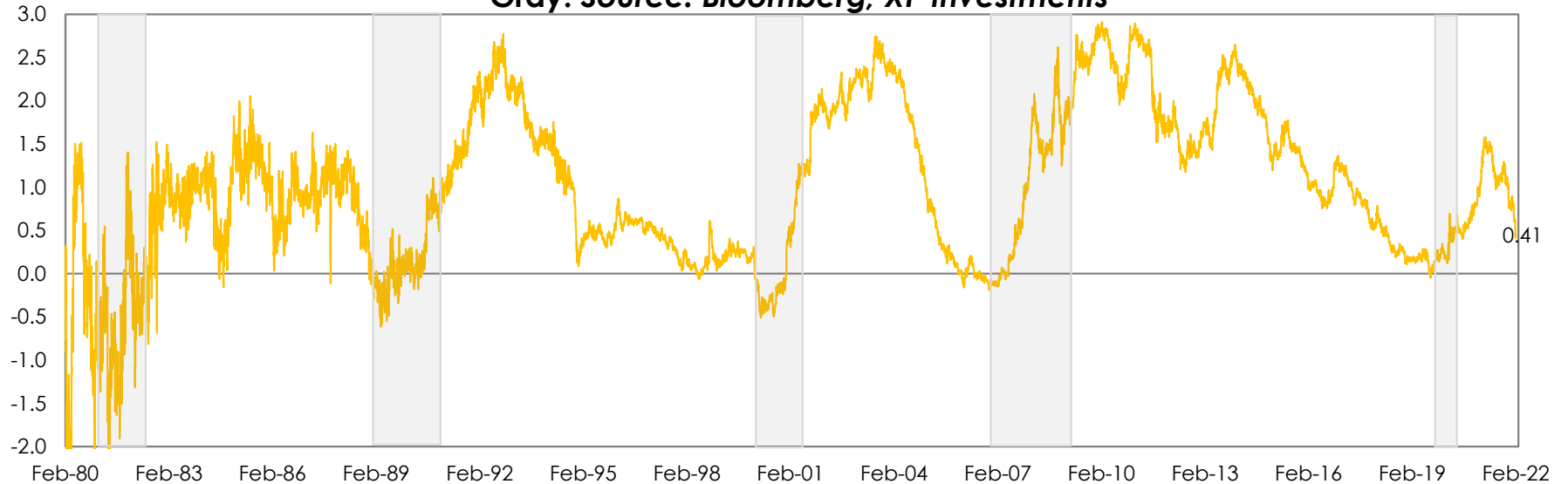
La Fed está logrando que las expectativas de inflación implícitas en los mercados se mantengan controladas en niveles adecuados, cercanos a la meta de largo plazo.

**US ECONOMIC FUNDAMENTALS--5-Year 5-Year Forward Break-Even Rate
(In Percentages). Source: Bloomberg, XP Investments**



El espacio que tiene la Fed para incrementar su tasa objetivo se está viendo limitado por el diferencial entre las tasas de los Bonos del Tesoro de 10 y 2 años, uno de los mejores indicadores que anticipa recesiones económicas.

US FIXED INCOME--10-Year UST 2-Year UST Spread (In Percentages). Recessions In Gray. Source: Bloomberg, XP Investments



China creció 8.1% en 2021 y esperamos una expansión de 5.5% en 2022. La “prosperidad común” y la crisis inmobiliaria están afectando el crecimiento, pero esto indica que otros factores han ganado relevancia en la demanda por materias primas (transición energética, ESG, subinversión en petróleo y gas, y demanda represada).

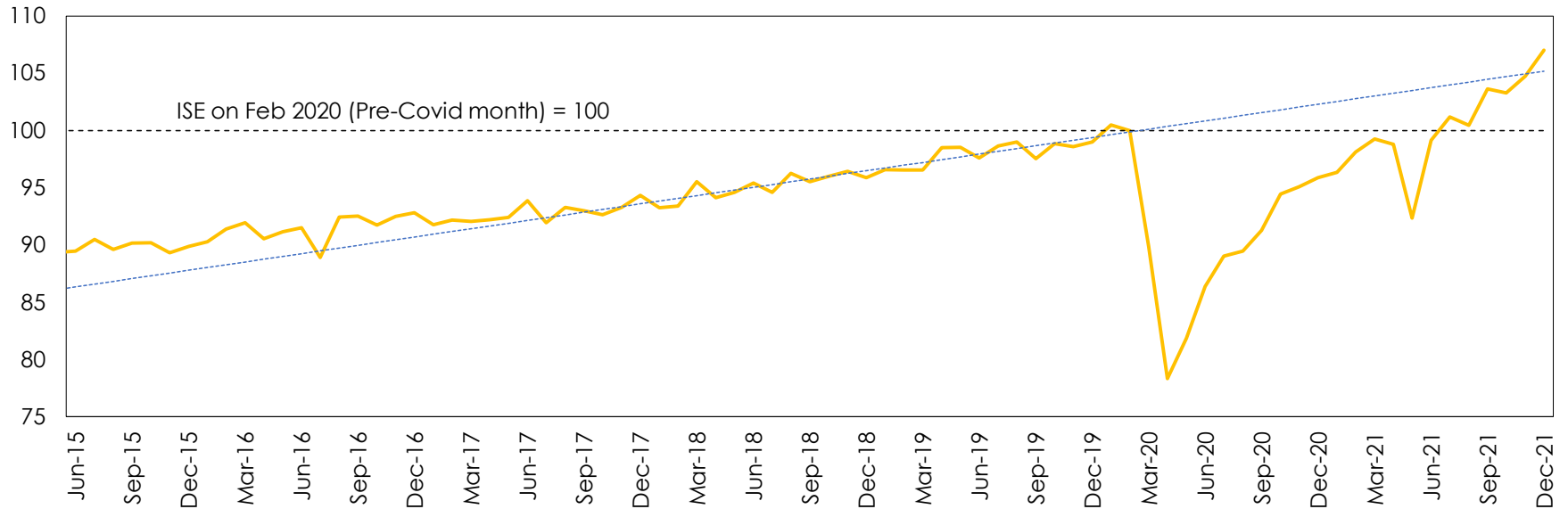
CHINA FUNDAMENTALS--Year-Over-Year Economic Growth, In Percentages.
Forecast In Square. Source: Bloomberg, XP Investments



Colombia: Crecimiento sorprende, pero con más riesgos

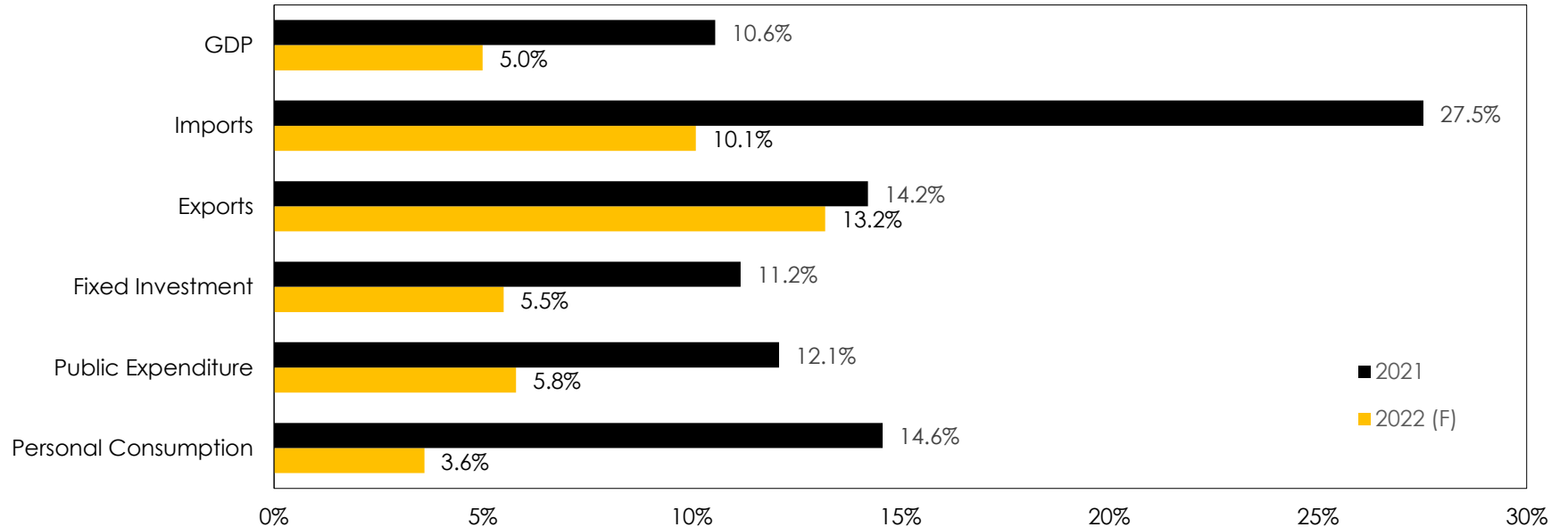
La recuperación de la economía colombiana ha sido más vigorosa que lo esperado, superando su nivel de pre-pandemia en julio y muy cerca de alcanzar su anterior nivel tendencial: creció 10.6% en 2021 y esperamos una expansión de 5% en 2022.

COLOMBIA — ISE Economic Activity Index (Feb 2020=100). Source: DANE, XP Investments.



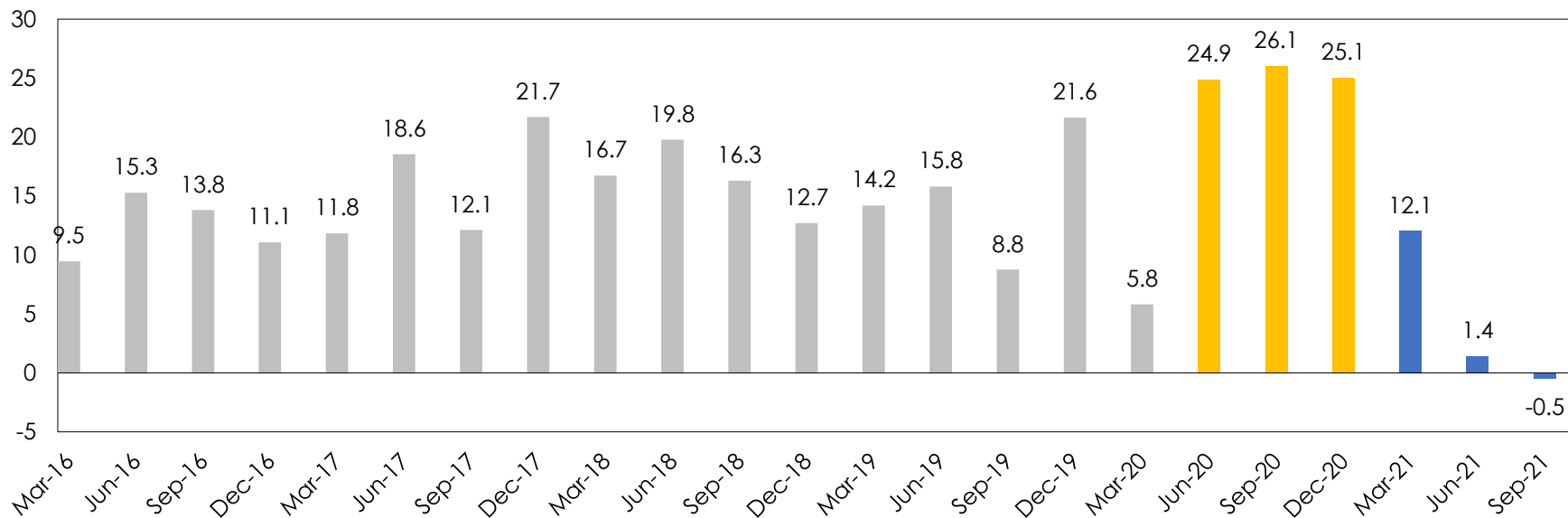
El consumo privado lideró la recuperación en 2021, pero esperamos que se desacelere notablemente en 2022. La inversión y las exportaciones ganarán relevancia, a la vez que el moderado retiro del estímulo fiscal continuará apoyando la actividad económica.

COLOMBIA – GDP by expenditure components. Source: DANE, XP Investments



El consumo privado fue el principal motor de crecimiento en 2021, pero esperamos una moderación significativa en 2022 ante las mayores tasas de interés y de inflación, una alta base estadística y una importante desacumulación del ahorro en 2021 .

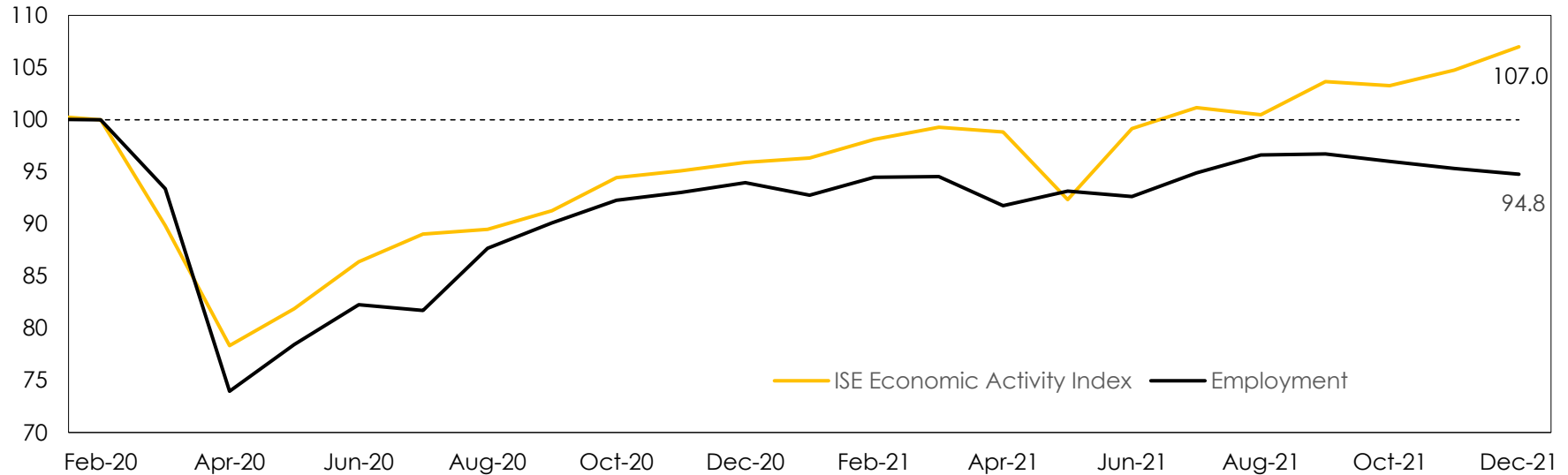
COLOMBIA - Gross Household Savings (COP trillion). Source: DANE, XP Investments.



Por otro lado, la recuperación del mercado laboral ha sido más lenta que la de la economía y se ha concentrado principalmente en empleo informal, que es de menor calidad en cuanto a ingresos y protección social. Esto deja en evidencia la urgencia de reducir costos para acceder a la formalidad y de medidas de flexibilización laboral.

COLOMBIA – Economic Activity and Employment Indices (Feb 2020=100).

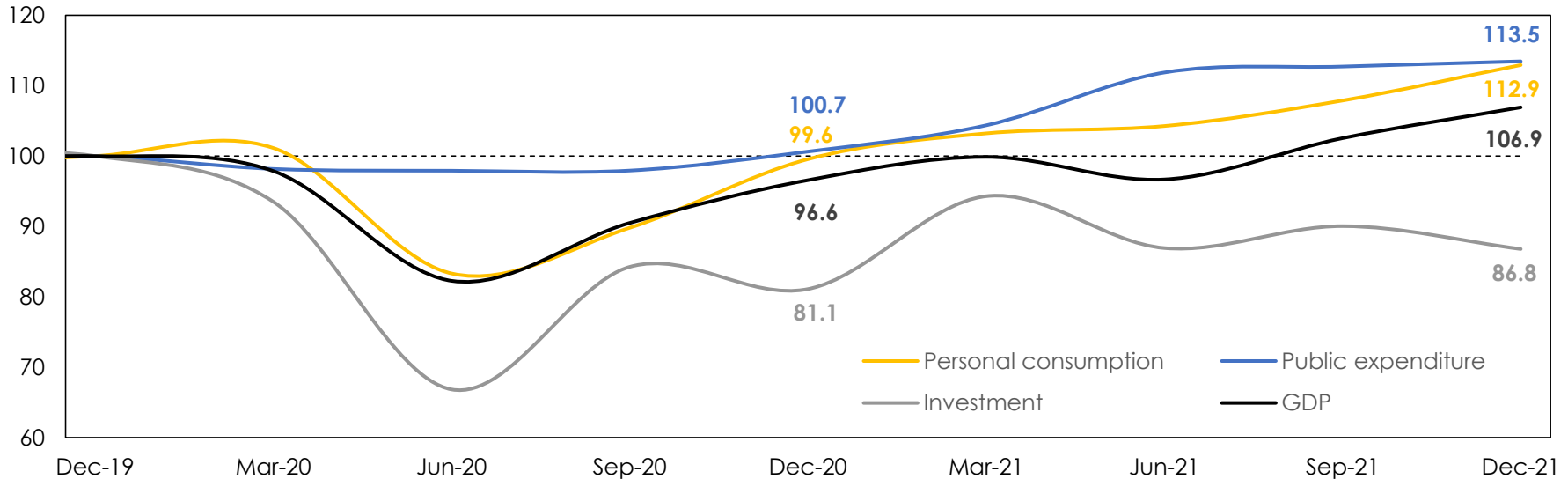
Source: DANE, XP Investments.



La inversión se rezagó en 2021 debido al paro nacional, los mayores costos de producción, los problemas de suministros y la lenta recuperación de la construcción, por lo cual vemos amplio espacio de repunte en 2022, apoyado por altos términos de intercambio y un positivo entorno empresarial pasada la etapa electoral.

COLOMBIA – GDP Index by expenditure components (Dec 2019=100).

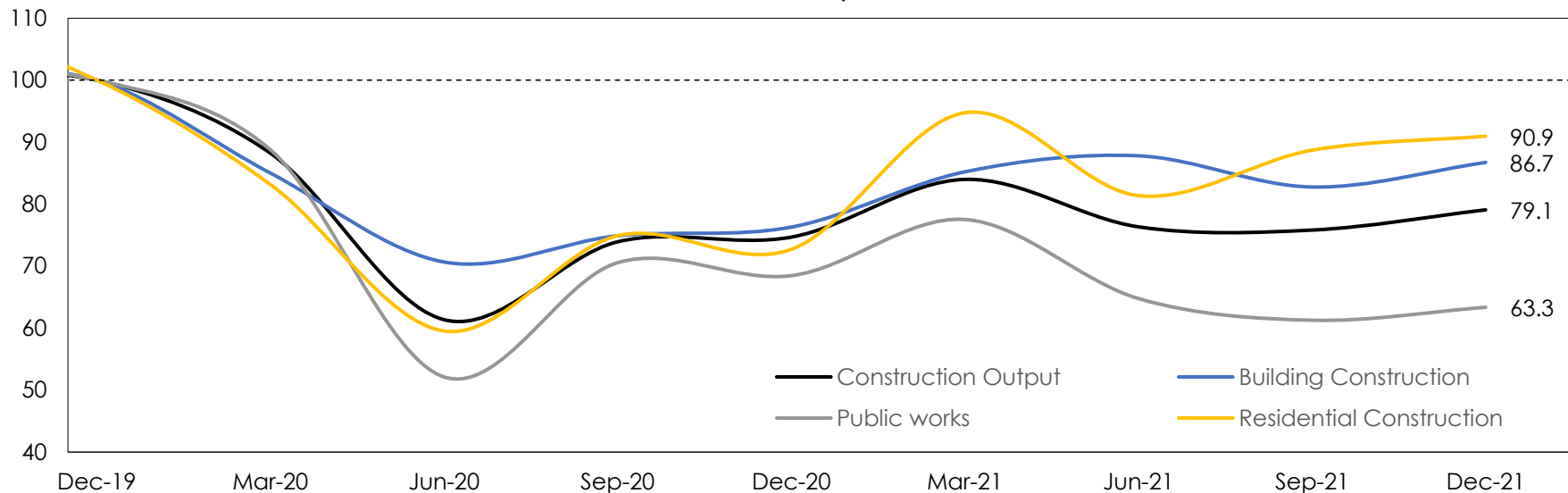
Source: DANE, XP Investments



En el sector construcción, esperamos un repunte sostenido del segmento residencial ante la buena dinámica de ventas e iniciaciones en 2021, mientras que el no residencial seguirá limitando el crecimiento. Obras civiles iniciará una lenta recuperación ante la reactivación de proyectos que se frenaron durante la pandemia, con riesgos a la baja.

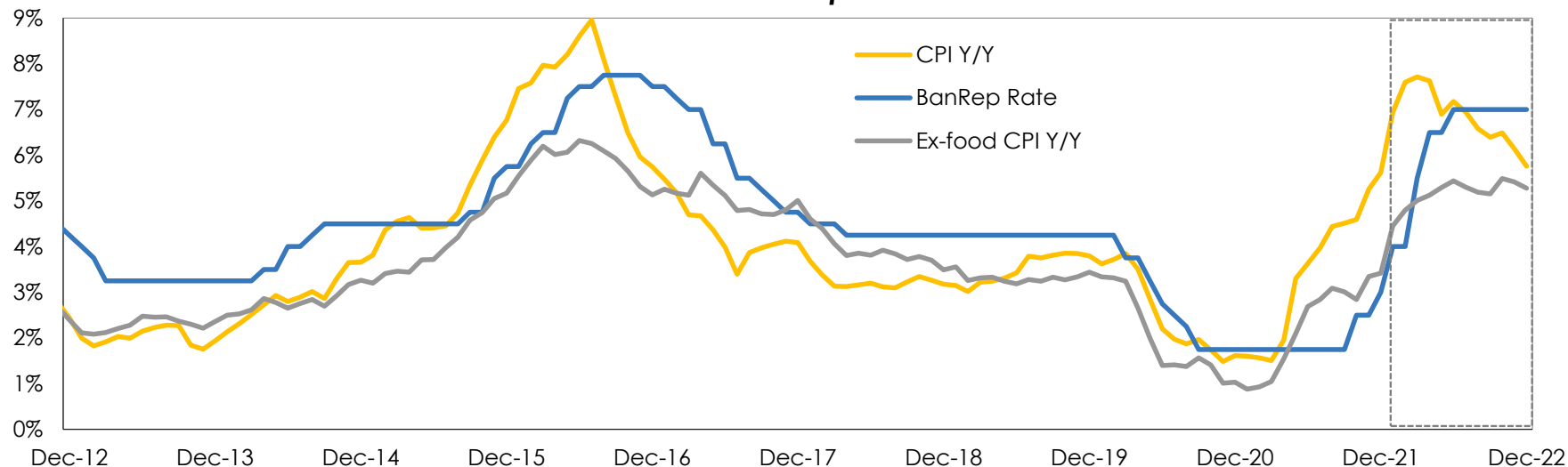
COLOMBIA – Construction GDP Index by Components (Dec 2019=100).

Source: DANE, XP Investments



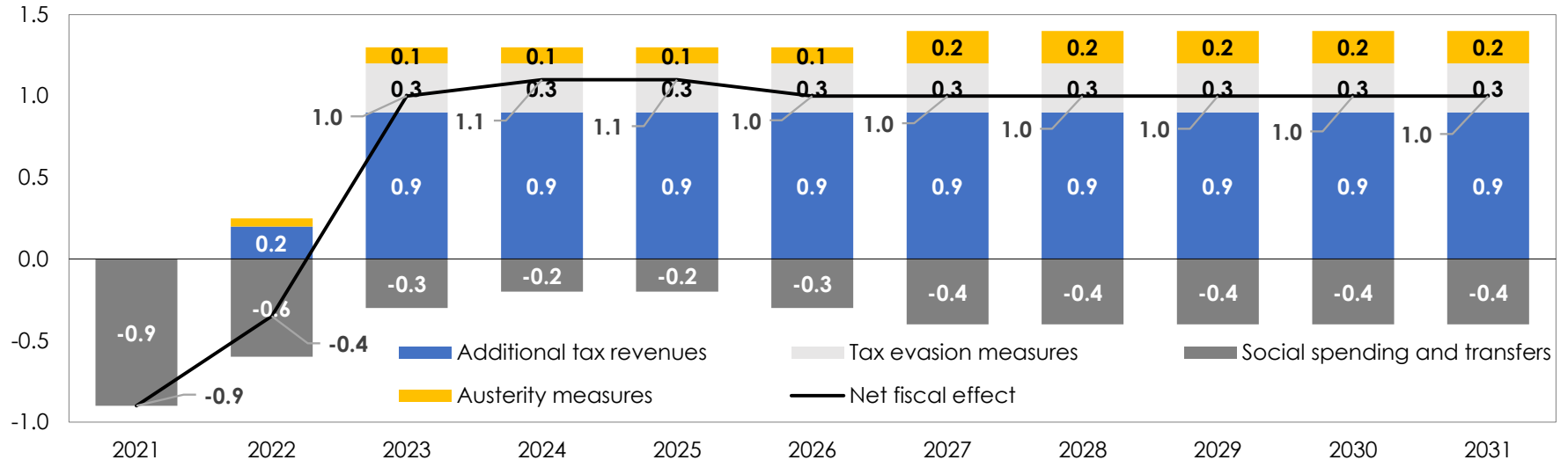
Sin embargo, la inflación ha aumentado mucho más que lo anticipado, en parte por factores globales, lo cual ha forzado al Banco de la República a acelerar la normalización monetaria, que se extenderá hasta mediados de 2022.

COLOMBIA – CPI (y/y), BanRep Intervention Rate. Source: Dane, XP Investments, Banco de la República.



La reciente reforma tributaria también contribuirá a seguir impulsando el crecimiento económico en 2022, mientras que en 2023 se comenzarán a sentir los efectos de un nuevo ajuste fiscal, especialmente a nivel de las empresas.

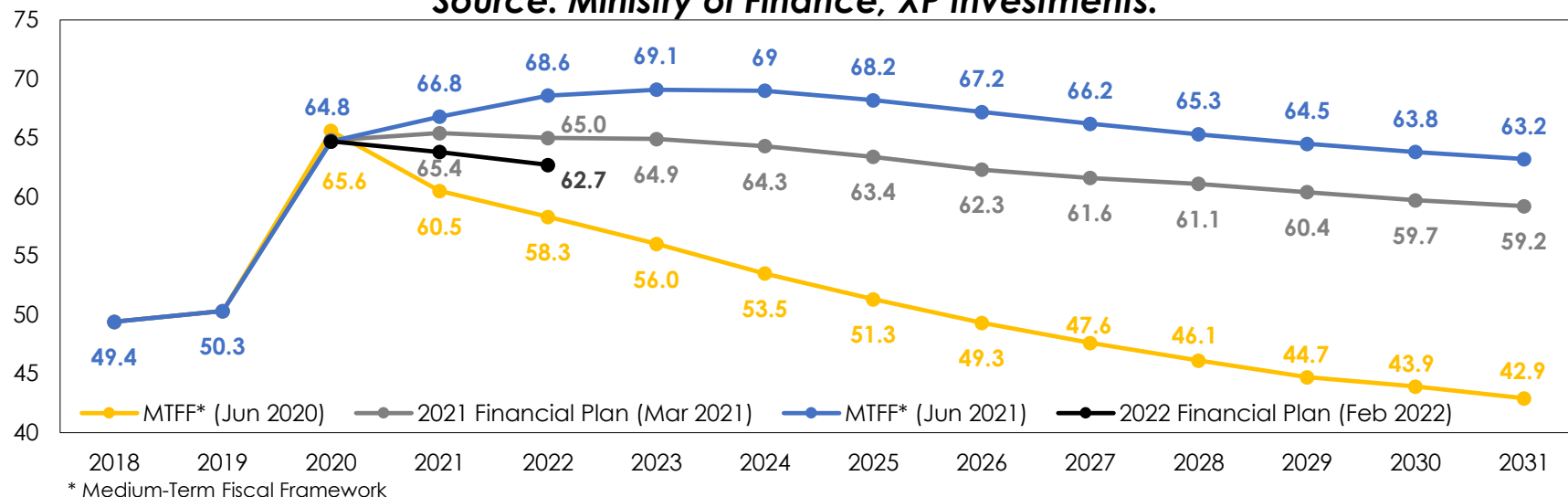
COLOMBIA — Fiscal Impact of 2021 Tax Reform (% of GDP). Source: Finance Ministry, XP Investments.



Sin embargo, la reforma tributaria fue menos ambiciosa y carece de los cambios estructurales que se requieren, lo que implica mayores niveles de endeudamiento en el mediano plazo y la necesidad de una nueva reforma fiscal el corto plazo.

COLOMBIA FISCAL OUTLOOK – Gross Central Government Debt (% of GDP).

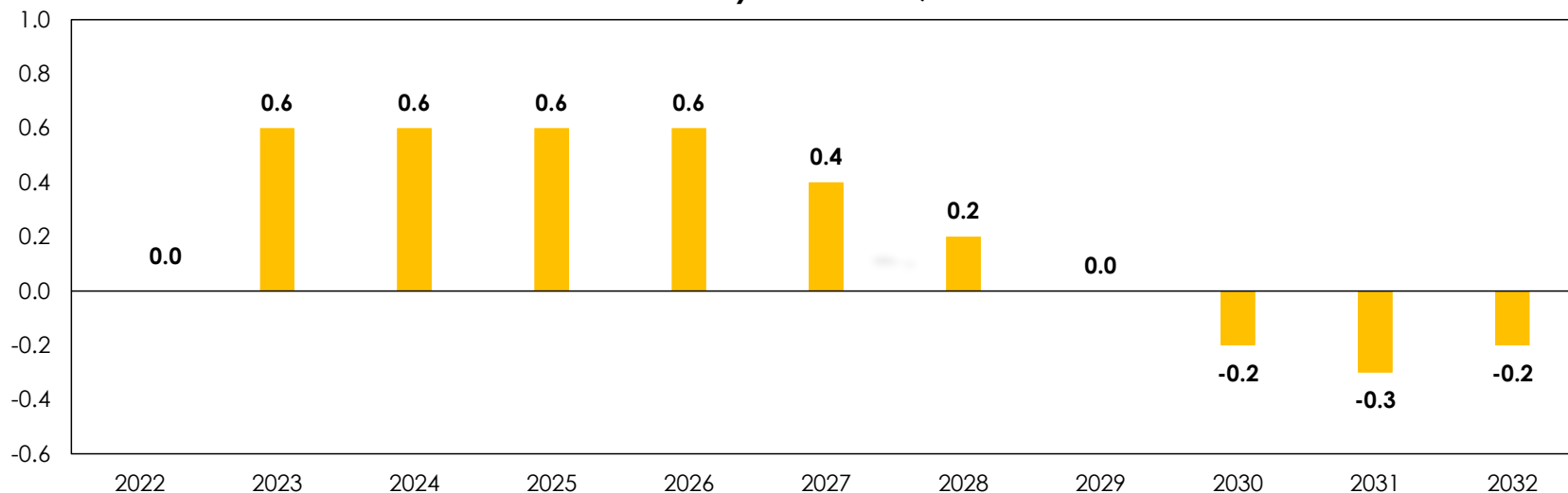
Source: Ministry of Finance, XP Investments.



Según el gobierno, a partir del 2023 se requerirá un ajuste adicional de 0.6% del PIB para cumplir con la nueva Regla Fiscal. Adicionalmente, el déficit acumulado en el Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles en 2021-2022 es otro riesgo a futuro.

COLOMBIA – Adjustment Required to Meet the Fiscal Rule (% of GDP).

Source: Ministry of Finance, XP Investments



Estimamos que el déficit del FEPC en 2021 superó 1.1% del PIB y que en 2022 podría ser de 0.6% del PIB. El Gobierno pagó COP 3.9 billones de esa deuda en 2021 (0.4% del PIB) y ha apropiado COP 2.7 billones para este año (0.2% del PIB), además de que podría hacer pagos adicionales con dividendos extraordinarios de Ecopetrol.

Además, los acuerdos de paz tienen un costo anual aproximado de 1.5% del PIB durante 15 años, incluyendo los programas que ya existían, así que los costos adicionales por sufragar desde su implementación ascienden a 0.4%-0.5% del PIB por año.

Costos anuales del posconflicto en un lapso de 15 años (comenzando en 2018) % del PIB

Programas

Desmovilización, desarme y reinserción	0.1%
Reforma rural (Misión para la Transformación del Campo)	0.8%
Restitución de tierras	0.5%
Créditos al sector rural	0.1%
Inversión rural	0.1%
Seguridad social en pensiones a la población rural	0.1%
Reparación a las víctimas (Ley 1448 de 2011) (Excluye restitución de tierras)	0.6%
Jurisdicción Especial para la Paz	0.0%

Total costos brutos 1.5%-1.6%

Apropiaciones presupuestales existentes

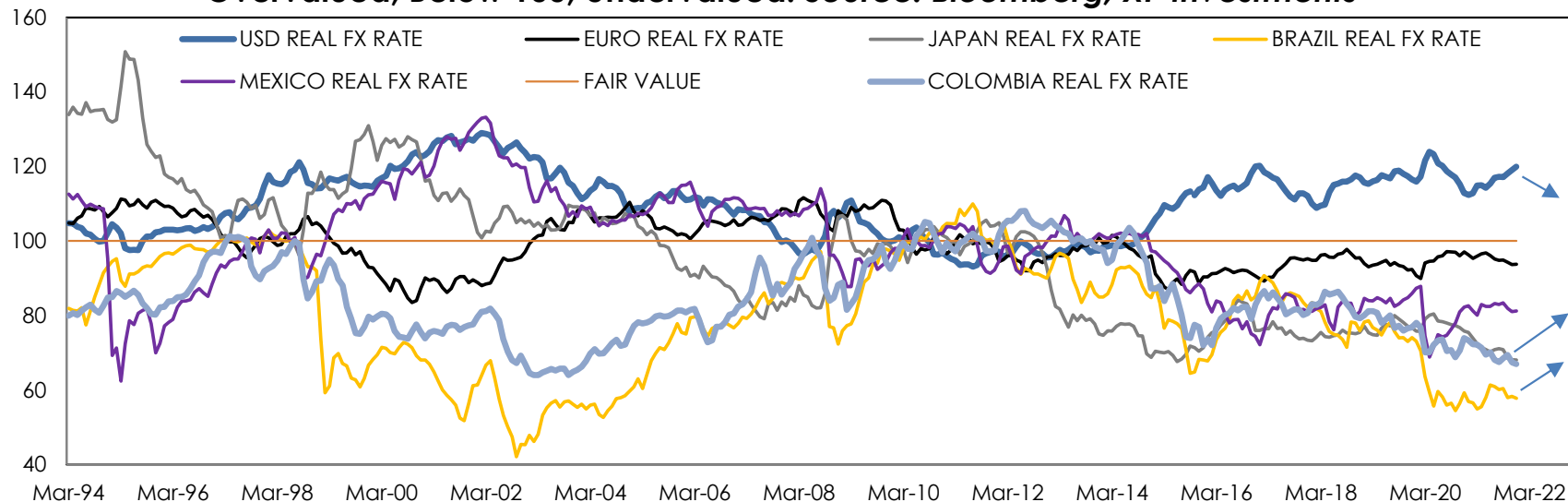
Instituto Colombiano del Desarrollo Rural (Incoder)	
Unidad para la Atención y Reparación Integral a las Víctimas	1.1%
Agencia Colombiana para la Reintegración	
Unidad de Restitución de Tierras	

Total costos netos 0.4%-0.5%

Cálculos: XP Investments (basado en DNP, ANIF, Bank of America)

Hay razones para esperar un debilitamiento del dólar a nivel global, lo cual debería verse reflejado en las monedas emergentes: sobrevaloración real del USD, mayor déficit de cuenta corriente en EEUU, mejores términos de intercambio en emergentes, atractiva valoración de activos frente a los de EEUU, y anticipación de alza de tasas de la Fed.

SELECTED REAL EXCHANGE RATES (USD, EURO, COP, JPY, MXN, BRL). Above 100, Overvalued, Below 100, Undervalued. Source: Bloomberg, XP Investments



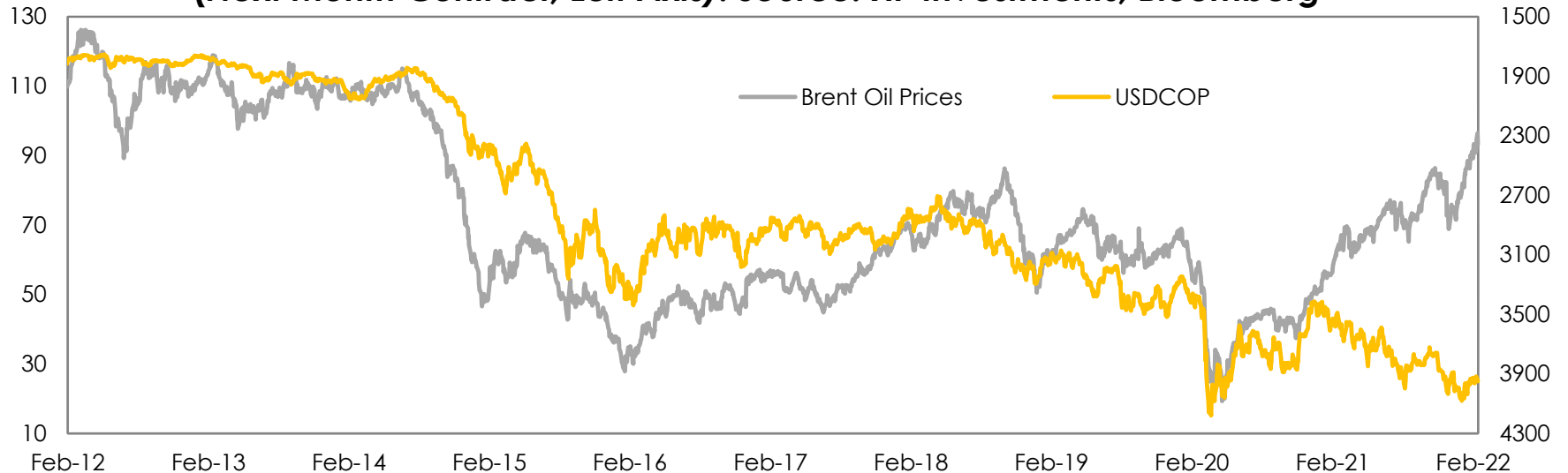
Nuestro modelo de tasa de cambio nominal en Colombia evidencia que hay una prima de riesgo muy significativa que la mantiene sustancialmente subvalorada, especialmente desde abril del año pasado.

**COLOMBIA FUNDAMENTALS--Actual USDCOP Versus XPI Fair-Value Estimation
(US 10-Year, VIX, DXY, SPX, IBR, Brent, USDCNY). Source: XPI, BBG**



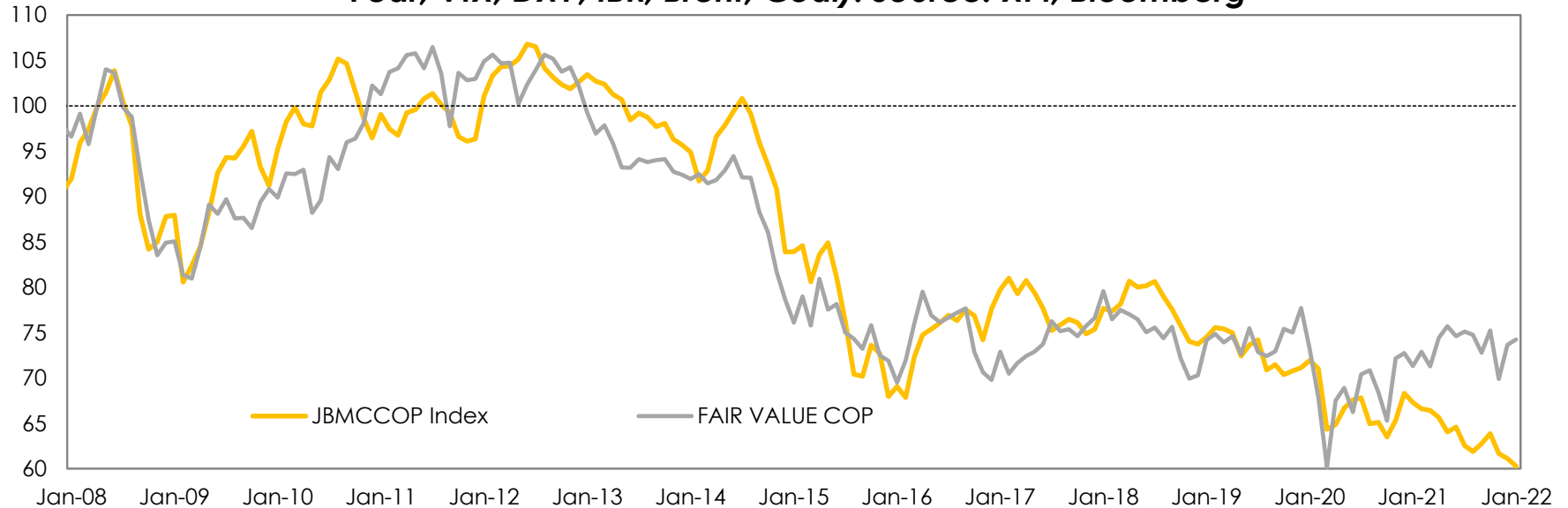
También se ha hecho evidente el desacople de la tasa de cambio con respecto a los precios del petróleo, especialmente desde el primer trimestre de 2021.

COLOMBIA FUNDAMENTALS--USDCOP (Right Axis, Inverted), Oil Prices (Next Month Contract, Left Axis). Source: XP Investments, Bloomberg



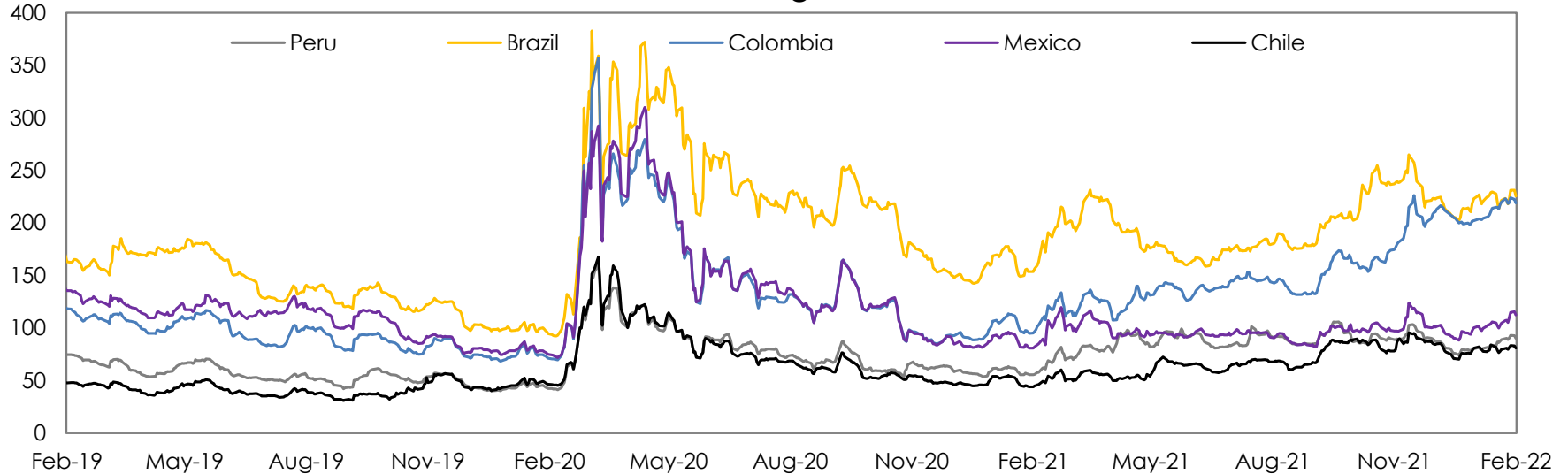
Un análisis de tasa de cambio real también evidencia que el peso colombiano está significativamente subvaluado.

COLOMBIA FUNDAMENTALS--Current USDCOP REER vs. Predicted REER (US 10-Year, VIX, DXY, IBR, Brent, Coal). Source: XPI, Bloomberg



En efecto, el aumento en la prima de riesgo político es el principal factor detrás de la subvaloración de los activos financieros colombianos, incluyendo la tasa de cambio.

COLOMBIA, CHILE, PERU, BRAZIL, MEXICO – 5-Year CDS Level (Basis Points).
Source: Bloomberg, XP Investments



Resumen de proyecciones económicas.

COLOMBIA	2018	2019	2020	2021	2022 (F)
MACROECONOMIC PERFORMANCE					
Nominal GDP (COP trn)	987.8	1,061.1	1,002.9	1,171.6	1,300.3
Nominal GDP (USD bn)	334.1	323.4	271.6	287.1	371.5
Real GDP, annual change (%)	2.5	3.3	-6.8	10.6	5.0
CPI, end-of-period annual change (%)	3.2	3.8	1.6	5.6	5.7
Unemployment Rate (SA), end of period (%)	10.6	10.5	14.4	13.0	12.0
BanRep Policy Rate, end of period (%)	4.25	4.25	1.75	3.00	7.00
FX Rate, end of period (COP/USD)	3250	3277	3430	4080	3500
FISCAL AND DEBT INDICATORS					
Central Government Fiscal Balance (% of GDP)	-3.1	-2.5	-7.6	-7.1	-6.0
Central Government Primary Balance (% of GDP)	-0.3	0.4	-4.9	-3.9	-2.7
Central Government Gross Debt (% of GDP)	49.3	50.3	64.7	63.8	63.7
EXTERNAL LIQUIDITY INDICATORS					
Trade Balance (USD bn)	-9.3	-13.2	-12.4	-15.4	-12.7
Current Account Balance (USD bn)	-14.0	-14.8	-9.6	-17.7	-17.3
Current Account Balance (% of GDP)	-4.2	-4.6	-3.5	-6.2	-4.7
Foreign Direct Investment (USD bn)	11.5	14.3	8.1	11.2	12.8
Foreign Direct Investment (% of GDP)	3.5	4.4	3.0	3.9	3.4
Foreign Reserves (USD bn)	48.4	53.2	59.0	60.0	65.0
Foreign Reserves (% of GDP)	14.5	16.4	21.7	20.9	17.5

Sources: XP Investments, Latin America Consensus Forecasts, IMF, WB, Bloomberg, BanRep, DANE, Ministry of Finance



Disclaimer: XP Investments provides brokerage services through XP Securities, LLC. XP Securities, LLC d/b/a XP Investments is a member of FINRA & SIPC. XP Investimentos CCTVM S/A is a Brazilian broker dealer registered at Brazil Central Bank and Comissão de Valores Mobiliários – CVM. XP Securities, LLC d/b/a XP Investments and XP Investimentos are affiliated companies. This e-mail (including any attachments) is confidential, may contain proprietary or privileged information and is intended for the named recipient(s) only. Unintended recipients are prohibited from taking action on the basis of information in this e-mail and must delete all copies. XP Securities, LLC d/b/a XP Investments will not accept responsibility or liability for the accuracy or completeness of, or the presence of any virus or disabling code in, this e-mail. If verification is sought please request a hard copy. Any reference to the terms of executed transactions should be treated as preliminary only and subject to formal written confirmation by XP Securities, LLC d/b/a XP Investments. XP Securities, LLC d/b/a XP Investments reserves the right to monitor e-mail communications through its networks (in accordance with applicable laws). No confidentiality or privilege is waived or lost by XP Securities, LLC d/b/a XP Investments by any mis transmission of this e-mail.