

Coyuntura Actual y Perspectivas Económicas

El ajuste de las cuentas fiscales y externas es decisivo en medio de un escenario externo desafiante

Credicorp Capital Research

Febrero 25 de 2016

Daniel E. Velandia O., CFA

Director de Research

(+571) 339 4400 Ext.1505

dvelandia@credicorpcapital.com

Internacional

El bajo precio del petróleo comienza a generar preocupaciones a nivel global:
¿nuevo paradigma?

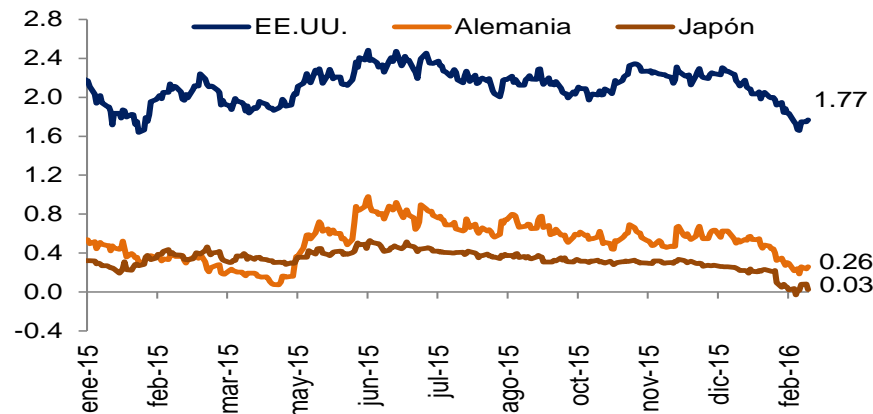
Caída de bolsas + tasas soberanas a la baja + subida del precio del oro = aversión al riesgo (flight to quality)

Desempeño de bolsas mundiales (var. %)

Bolsas	16-feb	ene-16	YTD	a/a
S&P	1.6	-5.1	-7.3	-9.6
Eurostoxx	-0.4	-6.8	-13.7	-17.8
DAX	-0.8	-8.8	-15.0	-16.4
FTSE	0.7	-2.5	-6.1	-14.5
Nikkei	0.2	-8.0	-15.7	-10.8
Shanghai	3.3	-22.6	-19.9	-12.0

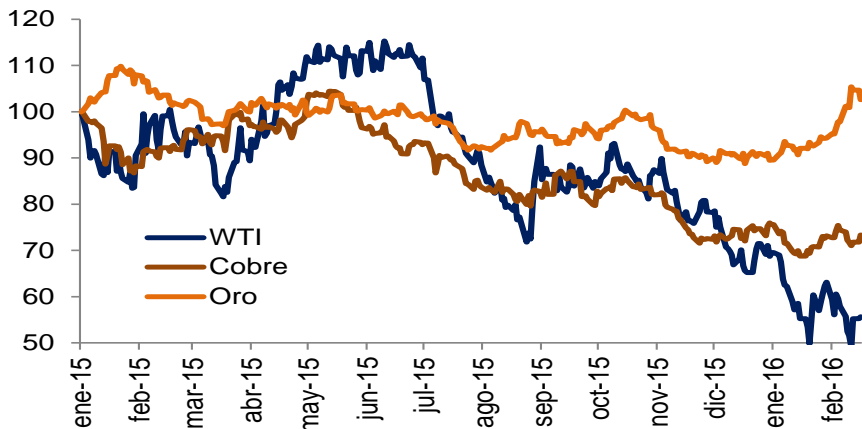
Fuente: Bloomberg / Información al 16-feb

Tasas soberanas a 10 años (%)



Fuente: Bloomberg / Información al 16-feb

Precios de principales commodities (ene-15 = 100)



Fuente: Bloomberg / Información al 16-feb

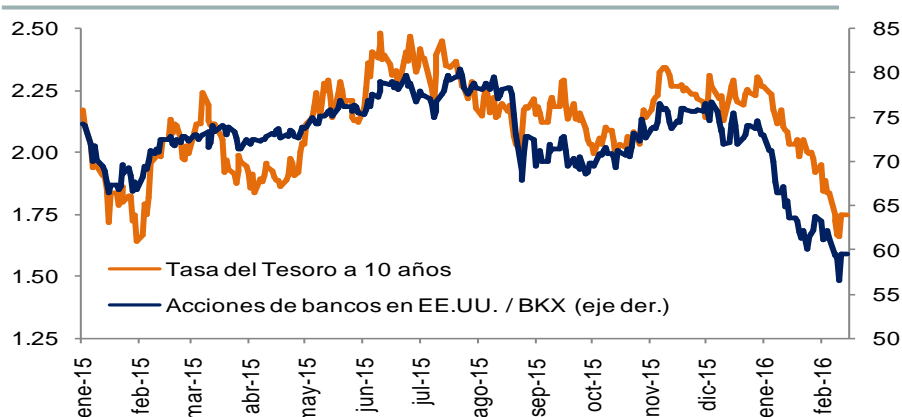
Dólar global (Índice DXY)



Fuente: Bloomberg / Información al 16-feb

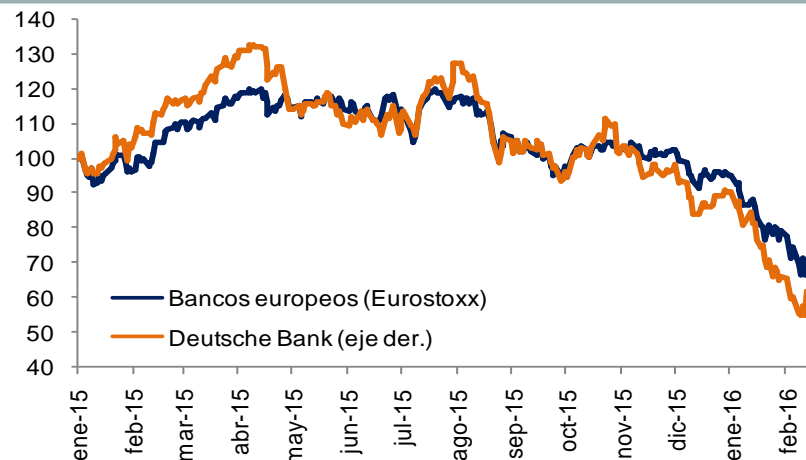
Mayor aversión al riesgo impacta el mercado de acciones

Bono del Tesoro a 10 años vs. bancos en EE.UU. (% , índice)



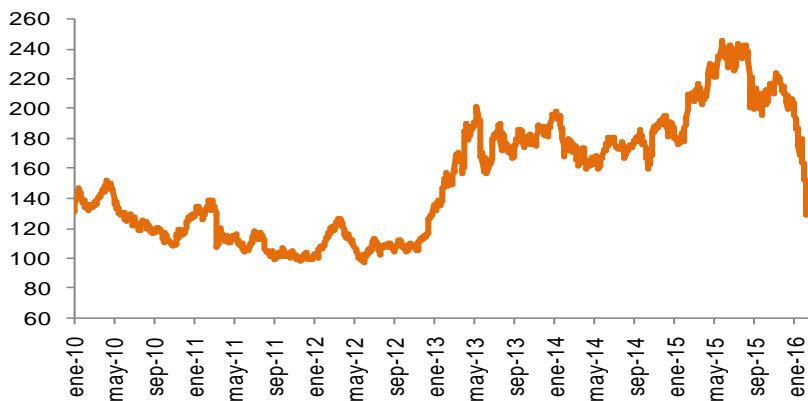
Fuente: Bloomberg / Información al 16-feb

Acciones de bancos europeos (índice ene-15=100)



Fuente: Bloomberg / Información al 16-feb

Acciones de bancos en Japón (Topix) (Índice)



Fuente: Bloomberg / Información al 16-feb

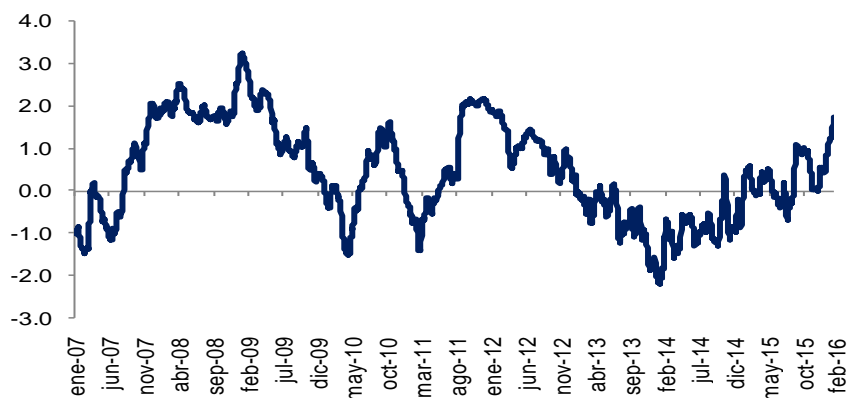
- Caída YTD de acciones de bancos en mercados desarrollados: -31% en Japón, -24% en Europa y -16% en EE.UU.
- Acción de Deutsche Bank tocó su precio mínimo histórico por dudas en los mercados sobre su capacidad de pago (-32% YTD).

Fuente: Bloomberg / Información al 16-feb

EE.UU.: condiciones financieras menos flexibles para apoyar el crecimiento

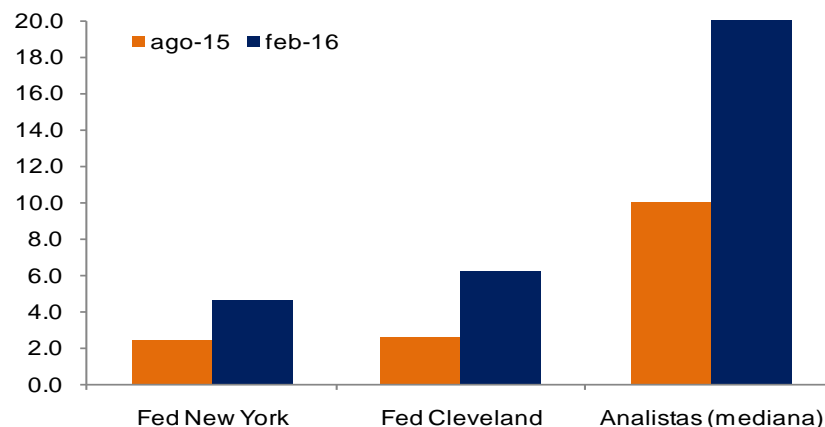
- Desde el 4T15, los bancos están siendo menos flexibles para dar créditos a consumidores y empresas.
- El crecimiento económico se desaceleró a fines de 2015: primera estimación del PIB del 4T15 mostró un avance de solo 0.7% t/t anualizado (3T15: 2.0%).
- Creación de empleo fue débil en ene-16 (151 mil), pero tasa de desempleo cayó a un nuevo mínimo de 4.9% y llegó al nivel de largo plazo de la Fed.
- La probabilidad de recesión se ha incrementado en los últimos meses según datos de actividad recientes y encuestas a analistas. Hoy existen cuatro Estados en recesión: West Virginia, Alaska, Dakota del Norte y Wyoming.

Índice de estrés financiero (Puntos)



Fuente: Fed de Saint Louis, Fed de Cleveland

Probabilidad de recesión en próximos 12 meses (%)

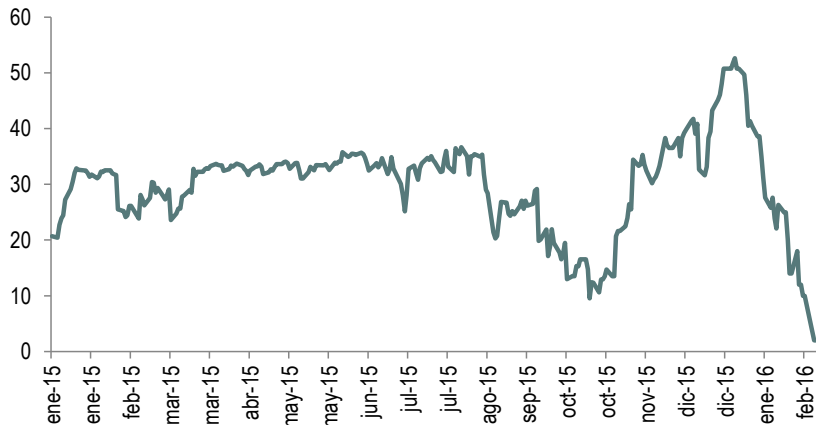


Fuente: Bloomberg, Fed de New York, Fed de Cleveland

EE.UU.: Fed subiría su tasa sólo en una o dos ocasiones en 2016... ¿o no?

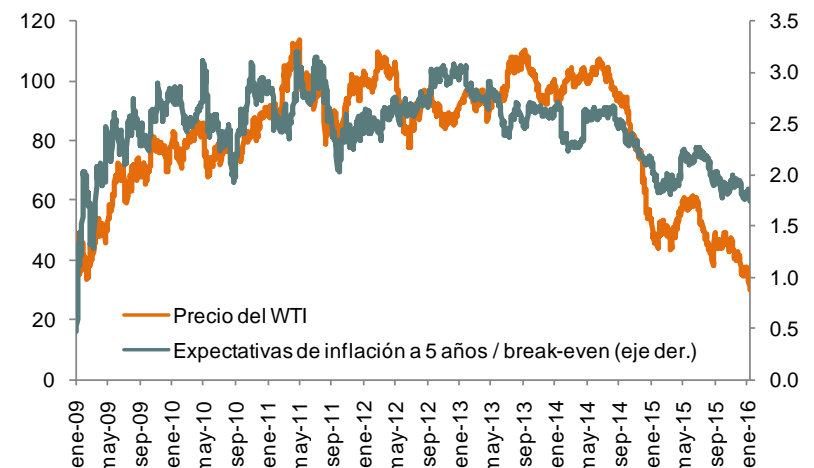
- Probabilidad de al menos una subida de tasa por parte de la Fed en 2016 según futuros se redujo a 34%, desde 92% a inicio de año.
- La probabilidad de incremento en mar-16 está prácticamente en cero.
- En dic-15, la Fed comunicó que espera cuatro subidas de tasa de 25pb en 2016, pero creemos que hay factores que la llevarían a reducir este ritmo a solamente a una o dos alzas.
- La debilidad tanto en el crecimiento como en la inflación, al igual que la volatilidad en los mercados a nivel global respaldan nuestra perspectiva.

EE.UU.: probabilidad de subida de tasa Fed en reunión de mar-16 (%)



Fuente: Bloomberg

EE.UU.: petróleo vs. expectativas de inflación (USD por barril , % eje der.)



Fuente: Bloomberg

EE.UU.: condiciones financieras menos flexibles para apoyar el crecimiento

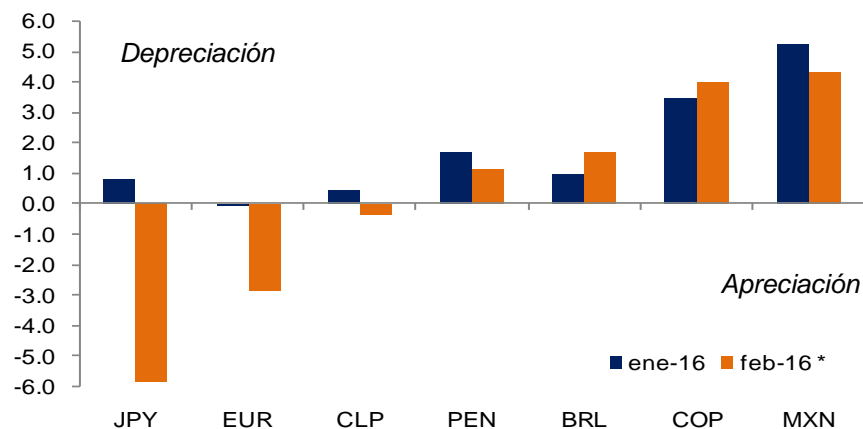
- Incluso, se especula que la Fed podría postergar subida de tasa más allá de 2016 e incluso recortarla.
- Dudas en los mercados sobre si los estímulos del BCE y Banco de Japón vía tasas de interés negativas son sostenibles en el tiempo, lo cual ha apreciado sus respectivas monedas frente al dólar.
- **Actualmente el consenso de analistas espera que el dólar se deprecie -1.0% a nivel global en 2016. Esto contrasta con la apreciación de 2.4% que anticipaba en dic-15.**

Tasas de bonos soberanos en economías de Europa y Japón * (%)

País	2Y	5Y	8Y	10Y
Suiza	-1.04	-0.80	-0.47	-0.31
Alemania	-0.52	-0.30	-0.02	0.26
Japón	-0.17	-0.15	-0.17	0.03
Suecia	-0.62	-0.13	0.33	0.53
Dinamarca	-0.28	0.03	0.27	0.57

Fuente: (*) Al 16-feb Fuente: Bloomberg

Tipos de cambio frente al dólar (Var. %)



Fuente: (*) Al 16-feb Fuente: Bloomberg

Consistentemente, las proyecciones de crecimiento se han recortado nuevamente

- En su actualización de proyecciones económicas (WEO) de ene-16, el FMI nuevamente recortó la proyección de crecimiento mundial a 3.4% para 2016 (oct-15: 3.6%) y a 3.6% para 2017 (oct-15: 3.8%).
- La Directora de la entidad, Christine Lagarde, ya había adelantado que el crecimiento mundial este año sería decepcionante y desigual.
- Más de dos tercios de esta revisión a la baja se explicó por ajustes en economías emergentes.
- Por su parte, esta semana la OCDE recortó su proyección de crecimiento mundial para 2016 de 3.3% a 3.0%, mientras que redujo la proyección de crecimiento para EE.UU. a 2.0% este año y a 2.2% en 2017.

Global: ajuste de proyecciones de crecimiento del FMI (var. %)

Economías	2015	2016		2017	
		oct-15	ene-16	oct-15	ene-16
Mundo	3.1	3.6	3.4 ↓	3.8	3.6 ↓
Avanzadas	1.9	2.2	2.1 ↓	2.2	2.1 ↓
EE.UU.	2.5	2.8	2.6 ↓	2.8	2.6 ↓
Eurozona	1.5	1.6	1.7 ↑	1.7	1.7 =
Japón	0.6	1.0	1.0 =	0.4	0.3 ↓
Emergentes	4.0	4.5	4.3 ↓	4.9	4.7 ↓
China	6.9	6.3	6.3 =	6.0	6.0 =
India	7.3	7.5	7.5 =	7.5	7.5 =
América Latina	-0.3	0.8	-0.3 ↓	2.3	1.6 ↓
Brasil	-3.8	-1.0	-3.5 ↓	2.3	0.0 ↓
México	2.5	2.8	2.6 ↓	3.1	2.9 ↓

Fuente: FMI

Colombia

La reforma tributaria es crucial para el ajuste de la economía:
¿escenario dicotómico?

Principales aspectos para destacar

Positivos

- El ajuste de la economía ante la reducción en los términos de intercambio ha sido ordenada hasta el momento.
- El programa de infraestructura 4G ha seguido avanzando.
- La reapertura de Reficar contribuirá en al menos 0.4pp al crecimiento y atenuará las presiones sobre la cuenta corriente.
- Sigue el fuerte compromiso del Gobierno con la regla fiscal.

Factores a monitorear

- Una nueva reforma tributaria (incluyendo la posibilidad de impuestos más bajos para extranjeros en el mercado de TES).
- Los diálogos de paz.

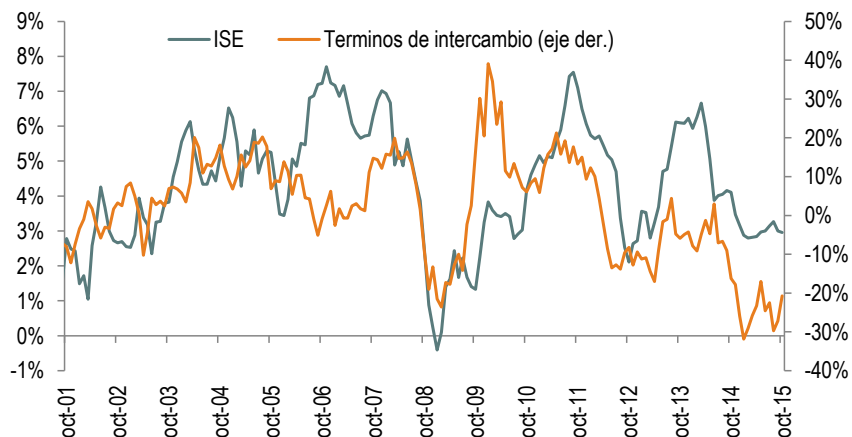
Negativos

- Deterioro tanto en las cuentas fiscal como en las externas.
- Gasto público será significativamente menor en 2016.
- La depreciación sostenida del COP ha afectado la confianza (aunque esto debería ser favorable en el largo plazo).
- Una inflación elevada puede forzar al BanRep a seguir aumentando las tasas de interés.

Esperamos que el PIB crezca 2.3% en 2016; industria y construcción prevendrían una mayor desaceleración

- Para 2016, recortamos nuestro pronóstico de crecimiento desde 2.5% a 2.3%, ubicándose por debajo de lo esperado por el BanRep, el gobierno y el consenso (3.0%, 3.2% y 2.8%, respectivamente).
- Nuestra revisión es principalmente resultado de: i) un ajuste mayor al esperado inicialmente en el gasto público; ii) una menor expansión del consumo privado debido a una mayor inflación y un leve deterioro del mercado laboral; iii) mayores tasas de interés; y iv) un menor dinamismo de las importaciones que compensará parcialmente los factores previos.
- Dicho esto, el inicio de construcción de algunos proyectos 4G, los programas de vivienda del gobierno, una tasa de cambio más competitiva y la operación de Reficar a plena capacidad en 1S16, impedirán una desaceleración más fuerte de la actividad.

Términos de intercambio y actividad económica – ISE (var. % a/a)



Fuente: DANE, BanRep, Credicorp Capital

Pronósticos PIB (var. %)

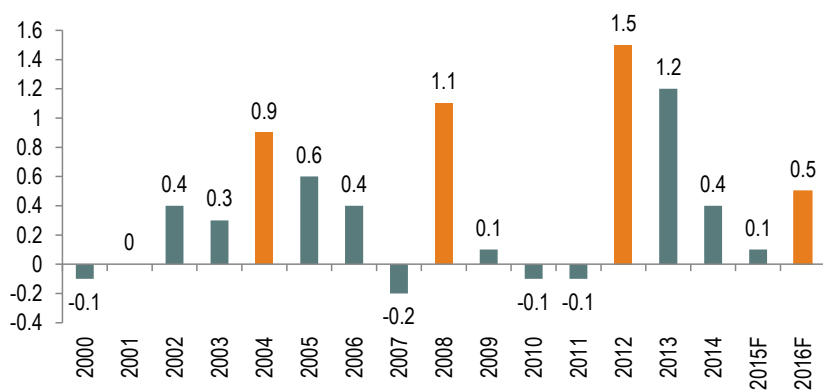


Fuente: DANE, Credicorp Capital

El menor crecimiento económico será explicado por una moderación adicional del consumo

- El consumo público se verá afectado tanto al nivel del gobierno nacional como de los regionales en 2016.
- En cuanto al primero, teniendo en cuenta la coyuntura de los bajos precios del petróleo, el gobierno anunció recortes en el gasto por 0.7% del PIB.
- En cuanto a los gobiernos regionales y locales, esperamos una ejecución relativamente baja de proyectos en medio del primer año de las nuevas administraciones. Adicionalmente, es bastante probable observar una reducción relevante de regalías.
- En definitiva, esperamos que el consumo público se expanda 1.6% en 2016, lo que se compara con el 2.3% pronosticado para 2015 y el 6.2% observado en 2014. Los riesgos están a la baja.

Balance fiscal de los gobiernos locales y regionales (% del PIB)



Las barras naranjas representan el primer año de los gobiernos regionales y locales

Fuente: Ministerio de Hacienda, Credicorp Capital

Pronósticos consumo del gobierno (var. %)

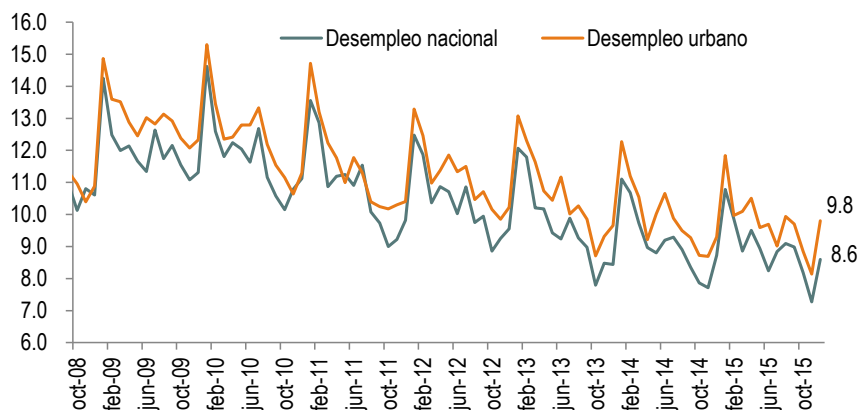


Fuente: DANE, Credicorp Capital

El escenario actual afectará de manera relevante el consumo privado

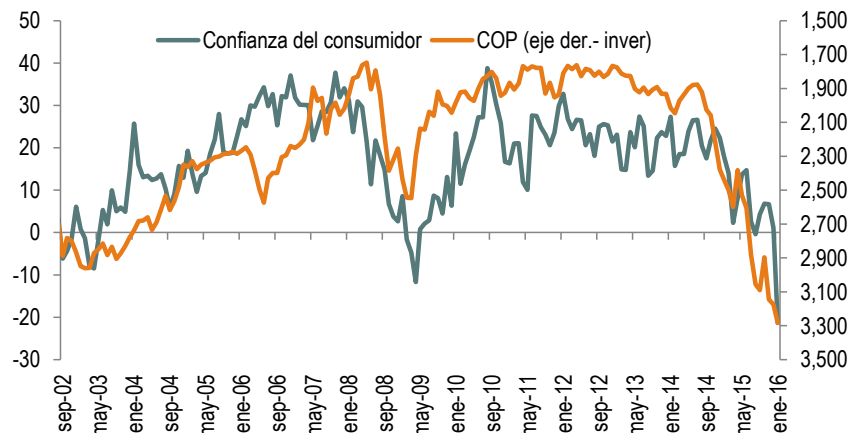
- Por el lado del consumo privado, estimamos una desaceleración adicional en 2016 en medio:
 - i) una alta inflación que continuará afectando el ingreso disponible;
 - ii) las expectativas de un menor dinamismo de la economía;
 - iii) el impacto del menor gasto público en el mercado laboral, particularmente en las regiones de producción minero-energética; y
 - iv) el efecto rezagado de mayores tasas de interés localmente.
- Esperamos que el consumo privado se expanda 2.5% en 2016 vs. el 3.4% estimado para 2015 y el 4.4% observado en 2014.

Tasas de desempleo (%)



Fuente: DANE, Credicorp Capital

Confianza del consumidor y COP (% nivel)



Fuente: Fedesarrollo, Bloomberg, Credicorp Capital

En general, la caída en la confianza del consumidor es consistente con la expectativa de una desaceleración del consumo privado

Confianza del consumidor según componentes (%)

Variable / Balance %	2014 Enero	2015 Enero	2015 Diciembre	2016 Enero
Índice de Confianza del Consumidor - ICC	27,3	17,9	1,1	-21,3
A. Índice de Expectativas del Consumidor - IEC	28,2	18,1	5,1	-16,8
-¿Dentro de un año a su hogar le estará yendo económicamente mejor?	51,1	44,5	35,2	16,6
-Durante los próximos 12 meses vamos a tener buenos tiempos económicamente	20,5	6,1	-12,0	-42,1
-Dentro de 12 meses, ¿cree usted que las condiciones económicas del país en general estarán mejores?	12,7	3,5	-7,9	-24,9
B. Índice de Condiciones Económicas - ICE	25,9	17,7	-5,0	-28,1
-¿Cree ud. que a su hogar le está yendo económicamente mejor o peor que hace un año?	24,6	15,6	7,0	-18,8
-¿Cree ud. que este es un buen momento o un mal momento para que la gente compre muebles, nevera, lavadora, televisor, y cosas como esas?	27,2	19,8	-17,0	-37,3

Disposición a comprar bienes muebles y electrodomésticos, y vehículo (%)

Ciudad, Balance %	2014 Enero	2015 Enero	2015 Diciembre	2016 Enero
Bogotá	28,6	8,0	-21,7	-52,4
Medellín	24,5	34,8	-6,3	-13,4
Cali	31,0	16,9	-28,7	-24,3
Barranquilla	17,3	43,2	3,2	-42,5
Bucaramanga	32,1	29,4	-26,5	-43,0
Total	27,2	19,8	-17,0	-37,3

Confianza del consumidor según ciudades (%)

Ciudad, Balance %	2014 Enero	2015 Enero	2015 Diciembre	2016 Enero
Bogotá	28,0	14,7	-3,4	-29,8
Medellín	19,1	13,8	0,5	-9,4
Cali	37,5	23,4	11,3	-20,5
Barranquilla	23,6	38,0	14,9	-12,0
Bucaramanga	40,6	24,0	1,3	-20,8
Total	27,3	17,9	1,1	-21,3

Confianza del consumidor según nivel socioeconómico (%)

Nivel Socioeconómico, Balance %	2014 Enero	2015 Enero	2015 Diciembre	2016 Enero
Alto	32,2	15,0	1,2	-44,5
Medio	26,8	20,1	1,1	-24,6
Bajo	27,1	16,2	1,0	-15,6
Total	27,3	17,9	1,1	-21,3

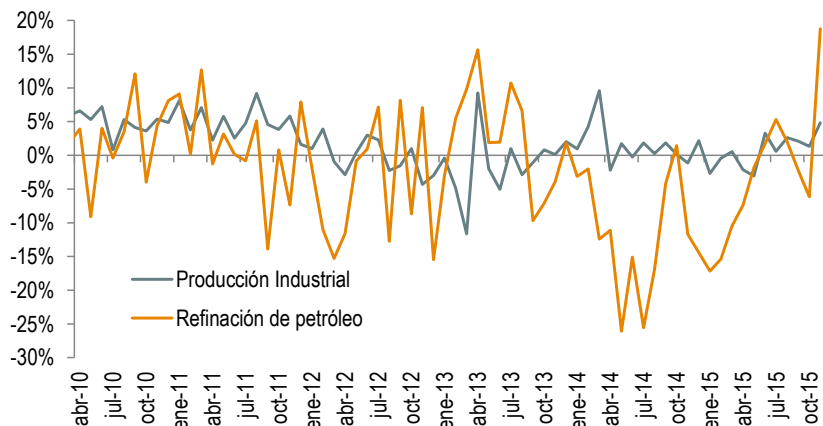
Disposición a comprar vivienda por Ciudades (%)

Ciudad, Balance %	2014 Enero	2015 Enero	2016 Diciembre	2016 Enero
Bogotá	16,6	14,4	-14,4	-34,1
Medellín	33,0	49,0	28,2	-18,0
Cali	23,0	14,0	8,3	-21,5
Barranquilla	42,1	63,2	32,1	-6,7
Bucaramanga	28,2	12,5	-26,3	3,4
Total	24,2	26,8	2,2	-24,2

La entrada en funcionamiento de Reficar es relevante para la economía

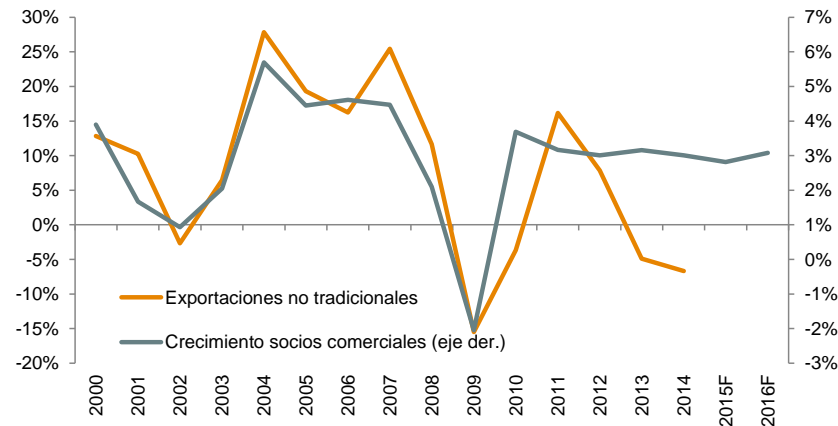
- La producción industrial creció en promedio tan solo 0.4% a/a en los últimos cuatro años. Sin embargo, se destacan los datos de nov-15 y dic-15 (+4.8% y +4.0%), tras la reactivación de las operaciones en Reficar.
- Esperamos que el sector manufacturero presente una tasa de crecimiento mayor a la esperada para toda la economía, principalmente como resultado del reinicio de operaciones de Reficar, la cual alcanzaría plena capacidad en 1S16.
- De acuerdo con el BanRep y MinHacienda, Reficar puede contribuir 0.6-0.7pp al crecimiento del PIB.
- Adicionalmente, la industria debería beneficiarse del efecto positivo de la fuerte depreciación del COP (de hecho, parece que ya inició de manera gradual el proceso de sustitución de importaciones en algunos sectores) y de una recuperación parcial de la demanda externa.

Producción industrial y refinación de petróleo (var. % a/a)



Fuente: DANE, Credicorp Capital

PIB socios comerciales vs. exportaciones no tradicionales (var. % a/a)



Fuente: DANE, IMF, Credicorp Capital.

En 2015, se siguió observando un alto nivel de dispersión entre los diferentes subsectores de la industria

Crecimiento anual de la producción industrial según subsectores (%)



Los proyectos de infraestructura 4G y los programas de vivienda darán soporte a la actividad

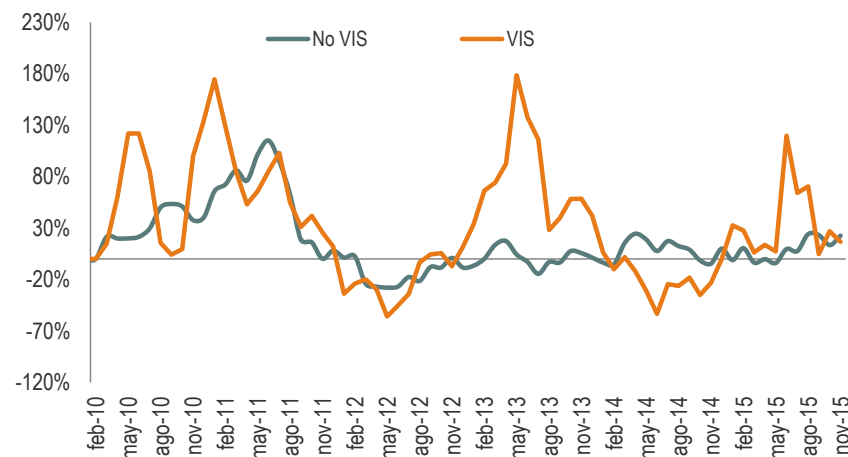
- Hasta ahora, 27 proyectos por COP 32 BB en capex (~USD 10.3 mil MM) ya han sido adjudicados, monto que representa cerca de 2.7x el monto total invertido en la primera, segunda y tercera generación de concesiones conjuntamente desde los noventa.
- Igualmente, se destaca que siete proyectos han logrado su cierre financiero mientras que ya se inició la ejecución de cinco de estos, lo que implica una sorpresa para nosotros y el mercado.
- Nuestra expectativa es que las 4G contribuyan en 0.2-0.3pp al crecimiento del PIB en 2016.
- En cuanto a los programas de vivienda, el presupuesto de la Nación de 2016 incorpora ~USD 554 MM en subsidios, mientras que la meta es construir 450,000 viviendas en 2016-2017. MinHacienda espera que estos programas contribuyan 0.4pp al crecimiento del PIB este año.

Logros de los programas de concesiones viales 4G

	#	Capex (USD mil MM)
Total de proyectos adjudicados	27	10.0
Primera ola	10	3.6
Segunda ola	9	3.6
Proyectos de iniciativa privada	8	2.7
Proyectos que han logrado cierre financiero	7	2.5
Primera ola	7	2.5
Segunda ola	0	-
Proyectos de iniciativa privada	0	-
Proyectos bajo ejecución	5	1.8
Primera ola	5	1.8
Segunda ola	0	-
Proyectos de iniciativa privada	0	-
Proyectos por adjudicar en 2016	3	1.2
Tercera ola	2	0.6
Proyectos de iniciativa privada	1	0.5
Total de proyectos	30	11.1

Fuente: DANE, ANI, Credicorp Capital

Área licenciada para construcción de vivienda (var. % a/a)

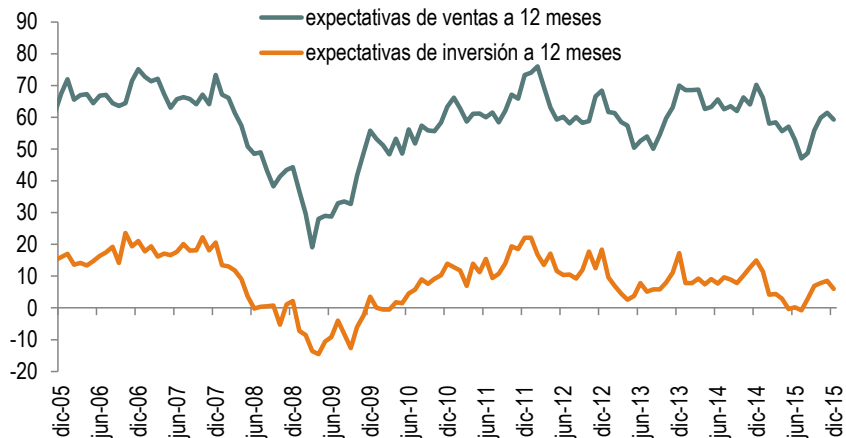


Fuente: DANE, Credicorp Capital

La confianza de los empresarios respalda nuestra perspectiva de un 'soft-landing'

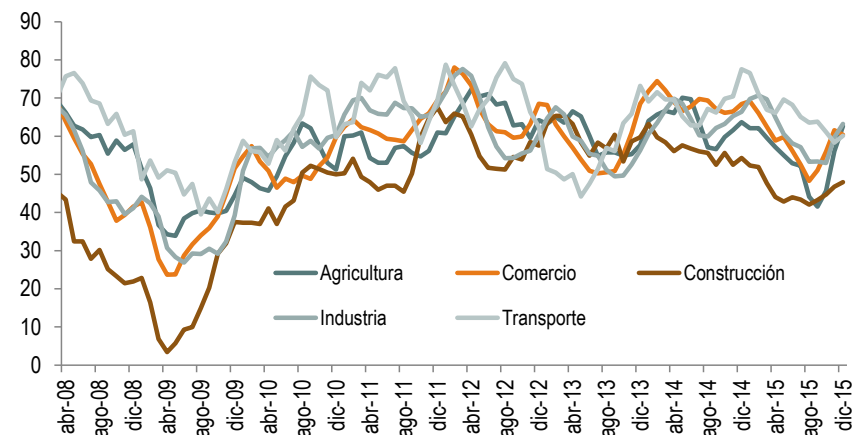
- A pesar de que se ha observado una reducción en la confianza de los empresarios desde 2T15, ésta ha mostrado una recuperación en los últimos meses que la ha llevado a ubicarse cerca de su promedio, lo que contrasta de manera relevante con lo observado en otros países de la región.
- Por otro lado, la inversión esperada en maquinaria y equipo para los próximos doce meses permanece por debajo de su promedio histórico (7.8% vs. 8.8%), aunque ha presentado una recuperación significativa en los últimos meses.
- Así, el reciente comportamiento de la confianza empresarial y de la inversión esperada es notable bajo el actual escenario.

Expectativas a 12 meses de ventas e inversión (%)



Fuente: BanRep, Credicorp Capital

Confianza de los empresarios por sector (% , promedio móvil de 3 meses)



Fuente: BanRep, Credicorp Capital.

El impacto de los menores precios del petróleo será diferenciado entre regiones

La región de Caldas, Quindío, Risaralda, Cauca, Nariño y Valle tiene un PIB total de USD 60.6 mn, mayor a todos los países de Centroamérica (sin México).

Antioquia

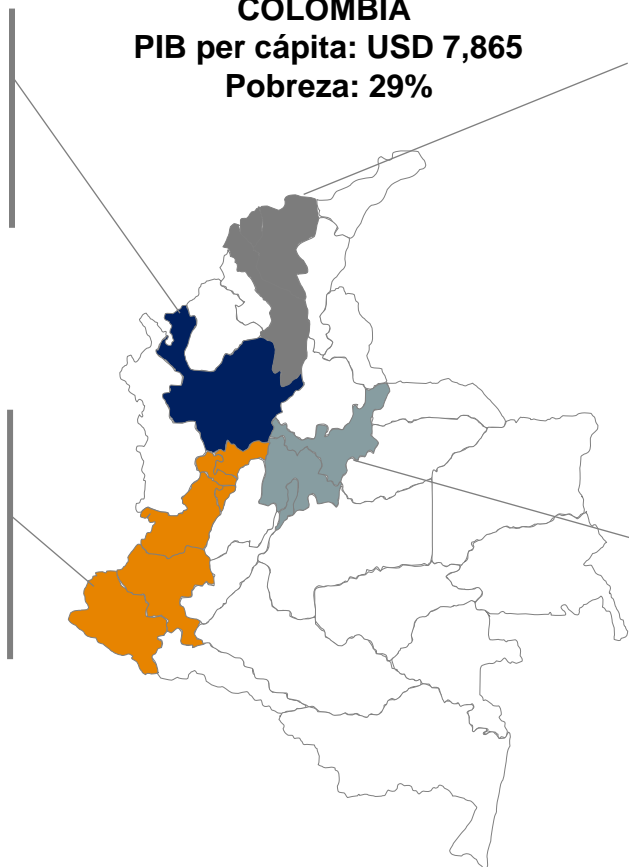
- **PIB per cápita:** USD 7,874
- **Principales sectores:** Servicios financieros, seguros y actividades inmobiliarias (22%), Industria (14%) y Comercio (13%).
- **Incidencia de la pobreza:** 24.3%

Caldas, Quindío, Risaralda, Cauca, Nariño y Valle

- **PIB per cápita:** USD 5,329
- **Principales sectores:** Servicios sociales, comunales y personales (20%), Servicios financieros, seguros y actividades inmobiliarias (17%) y Comercio (12%).
- **Incidencia de la pobreza:** 34%

COLOMBIA

PIB per cápita: USD 7,865
Pobreza: 29%



Atlántico, Bolívar y Magdalena

- **PIB per cápita:** USD 6,038
- **Principales sectores:** Servicios sociales, comunales y personales (18%), Servicios financieros, seguros y actividades inmobiliarias (14%) e Industria (14%).
- **Incidencia de la pobreza:** 39%

Bogotá, Cundinamarca y Boyacá

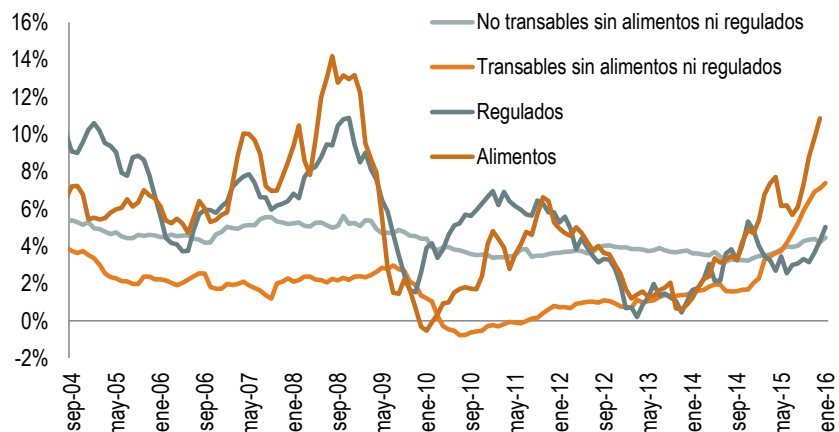
- **PIB per cápita:** USD 9,292
- **Principales sectores:** Servicios financieros, seguros y actividades inmobiliarias (17%) y Servicios sociales, comunales y personales (14%) e industria (14%).
- **Incidencia de la pobreza:** 22%

CHILE		PERÚ		CENTRO AMÉRICA (USD)		
PIB per cápita: USD 15,702		PIB per cápita: USD 6,662				
USD 16,193 Santiago	USD 4,655 Lima	Guatemala 3,481	Panamá 11,036	Honduras 2,284		
USD 41,751 Antofagasta	USD 5,254 Arequipa	Costa Rica 10,105	El Salvador 3,826	Nicaragua 1,784		

Esperamos una fuerte reversión de la inflación en 2S16, pero desde niveles más altos

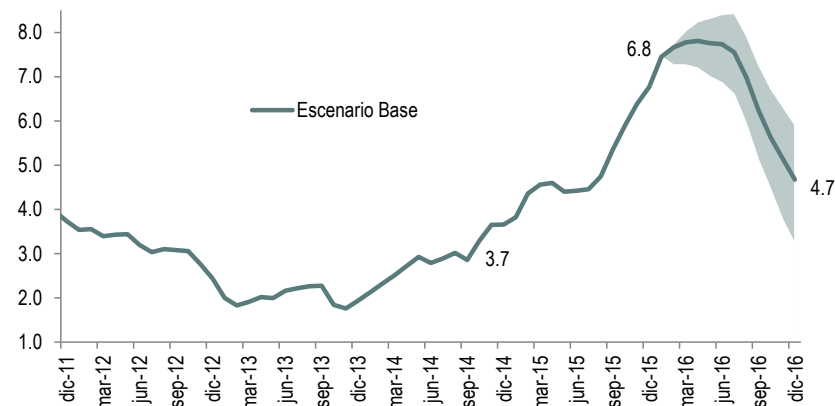
- En 2015, la inflación fue de 6.77%, mayor en 312pb a la de 2014. El fenómeno de El Niño y la fuerte depreciación del COP explicaron la mayor parte del incremento de los precios en 2015.
- El evento climático afectó la oferta de diversos productos agrícolas, impulsando la inflación de alimentos desde 4.7% a/a en dic-14 a 10.9% en dic-15, mientras que el *pass-through* implicó que la inflación de transables alcanzara 7.1% a/a en dic-15, desde 2.0% un año atrás.
- Revisamos nuestro pronóstico de inflación para 2016 desde 4.0% a 4.7% considerando: i) el efecto rezagado de la depreciación del COP; ii) el reciente fortalecimiento de El Niño; y iii) el incremento del 7% en el salario mínimo.

Inflación de transables, no transables, regulados y alimentos (var. % a/a)



Fuente: DANE, BanRep, Credicorp Capital

Escenarios de la inflación total (var. % a/a)

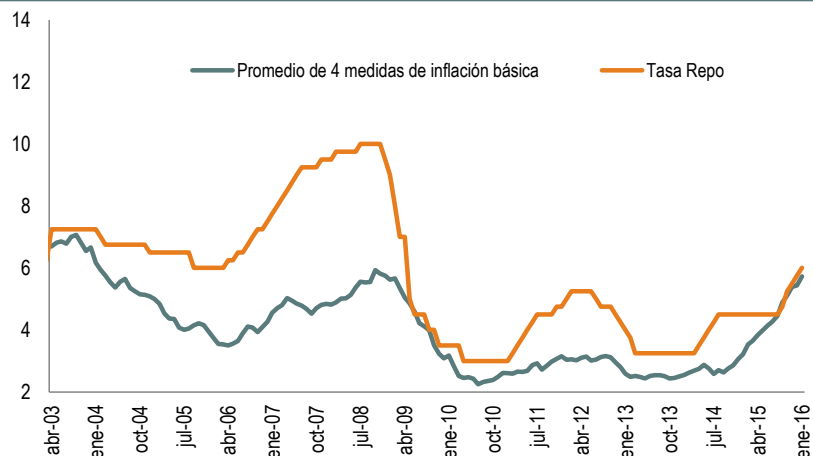


Fuente: Credicorp Capital

BanRep continuará con ciclo de ajuste en 1S16 ante las continuas presiones en la inflación

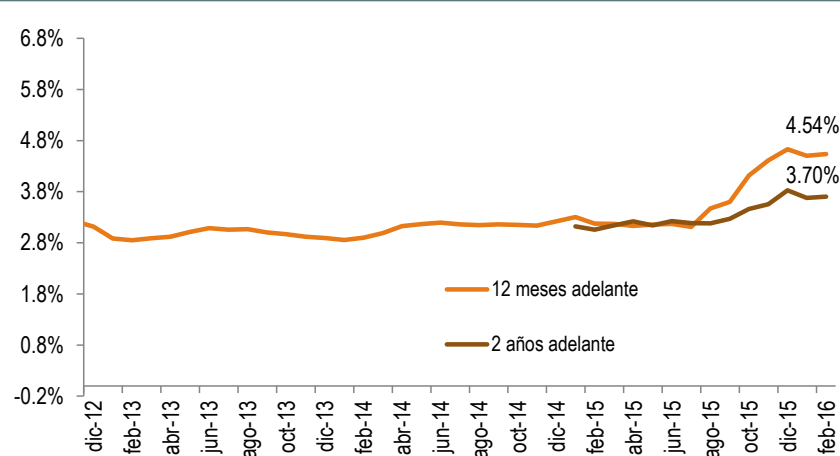
- El BanRep incrementó la tasa repo en 175pb a 6.25% entre sep-15 y feb-15, haciéndole frente al importante deterioro de las expectativas de inflación. De acuerdo con los últimos comunicados, la discusión actual dentro de la Junta se centra en el ritmo del ciclo alcista y no en si un aumento es o no apropiado.
- Esperamos que la tasa repo llegue a 6.50% en 1T16, dada la persistencia de riesgos sobre las expectativas de inflación en los próximos meses.
- Creemos que la reversión proyectada de la inflación en 2S16, una brecha del producto cada vez más negativa y la mejora gradual del déficit en cuenta corriente, darán espacio para recortes en la tasa durante ese periodo. Estimamos que la tasa repo se ubicará en 5.5% hacia 1S17.

Medidas básicas de inflación y tasa repo (var. % a/a, %)



Fuente: BanRep, Credicorp Capital

Expectativas de inflación de la encuesta del BanRep (var. % a/a)

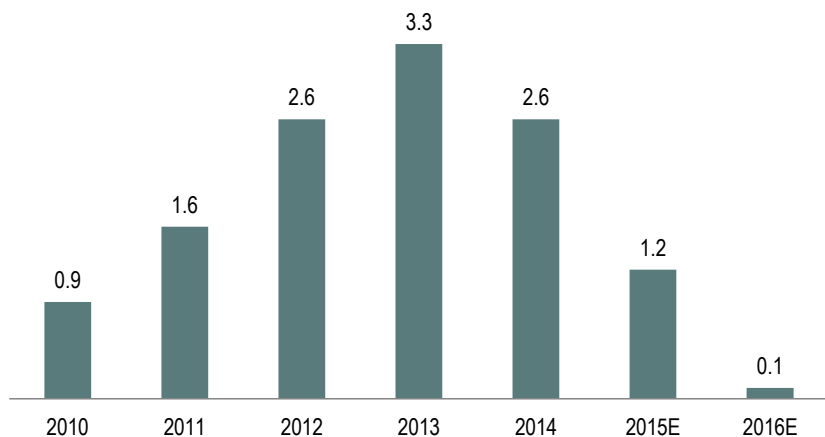


Fuente: BanRep, Credicorp Capital

Cuentas fiscales: el daño ya está hecho. Así, la reforma tributaria es indispensable

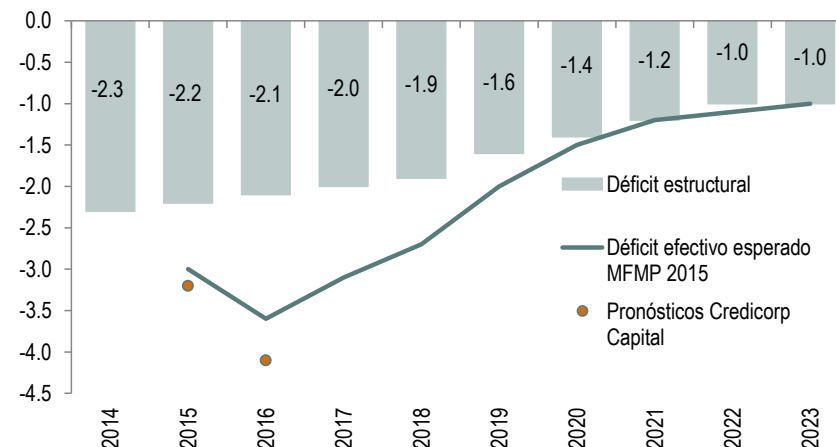
- Creemos que la confirmación de la meta para 2016 es positiva en la medida en que implica que el gobierno no tiene la intención de utilizar la flexibilidad adicional proporcionada por la regla fiscal.
- Bajo la regla fiscal, un precio promedio del Brent de USD 53.3 en 2015y un crecimiento del PIB de 3.0% en 2016 (estimación del gobierno), permitiría al GNC tener un déficit efectivo de 4.0% del PIB este año.
- Bajo supuestos sensatos, la regla fiscal debe implicar una reducción efectiva del déficit a cerca de 2.5% - 3.0% del PIB en 2017.
- Si bien el ajuste no debe ser completado en 2017, tener un plan creíble para reducir el déficit fiscal es el factor clave.

Ingresos petroleros del gobierno central (% del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda, Credicorp Capital

Déficit efectivo y estructural del GNC (% del PIB)



Fuente: Credicorp Capital

Proyectamos una reducción de USD 4 mil MM en el déficit en cuenta corriente este año

	2013	2014	2015E	2016E
PIB nominal (USD MM)	380,040	377,947	302,198	282,037
Cuenta Corriente	-12,367	-19,549	-19,543	-15,591
% del PIB	-3.2%	-5.2%	-6.5%	-5.5%
Bienes y servicios	-2,745	-11,222	-19,407	-17,841
Bienes	3,180	-4,583	-15,907	-16,041
Exportaciones	60,281	57,027	35,691	30,459
var. %		-5.4%	-37.4%	-14.7%
Importaciones	57,101	61,610	51,598	46,500
var. %		7.9%	-16.3%	-9.9%
Servicios	-5,925	-6,638	-3,500	-1,800
Exportaciones	6,859	6,845	7,500	8,000
var. %		-0.2%	9.6%	6.7%
Importaciones	12,784	13,484	11,000	9,800
var. %		5.5%	-18.4%	-10.9%
Renta Factorial	-14,216	-12,685	-5,800	-4,100
var. %		-10.8%	-54.3%	-29.3%
Transferencias	4,594	4,358	5,664	6,350
var. %		-5.1%	30.0%	12.1%
Cuenta de Capital	11,845	19,745	19,500	16,574
Inversión Directa	8,557	12,358	8,000	10,574
Ingresos	16,209	16,257	11,700	14,574
Egresos	7,652	3,899	3,700	4,000
Inversión de Portafolio	6,978	11,654	9,000	3,500
Ingresos	11,073	18,661	11,500	6,500
Egresos	4,096	7,007	2,500	3,000
Créditos y deuda	-3,225	-439	2,500	2,500
Cambio en activos de reserva	6,946	4,437	-43	983

- Esperamos un déficit en cuenta corriente de USD 15.6 mil MM en 2016, ~USD 4 mil MM por debajo de lo estimado para 2015. Como % del PIB, el déficit caería desde 6.5% en 2015 a 5.5% este año.
- Nuestro escenario base asume: i) un precio promedio del petróleo para 2016 un 35% inferior al de 2015; ii) una reducción en la producción local de crudo de 8.4%; iii) un menor crecimiento de la demanda interna; iv) una leve recuperación de las exportaciones no tradicionales; y v) la operación de Reficar a plena capacidad a partir de mitad de 2016.
- Como resultado de esto, proyectamos una reducción adicional en la exportación de bienes (-15%) y una caída en las importaciones (-10%).
- La IED continuará siendo la principal fuente de financiamiento del déficit en cuenta corriente. Se destaca que los ingresos totales provenientes de la venta de Isagen (~USD 3.5 mil MM) representan cerca del 22% de la estimación del déficit en cuenta corriente para este año.
- Por otro lado, esperamos un monto creciente dirigido al sector de infraestructura, debido a que ya se han adjudicado 27 proyectos por un capex de COP 32 BB (~USD 10.3 mil MM), mientras que ya inició la ejecución de cinco de éstos.
- De esta manera, a pesar del todavía desafiante escenario externo, creemos que lo peor en términos de cuentas externas ya ha quedado atrás.

Dólar: todo sigue siendo acerca de los precios del petróleo

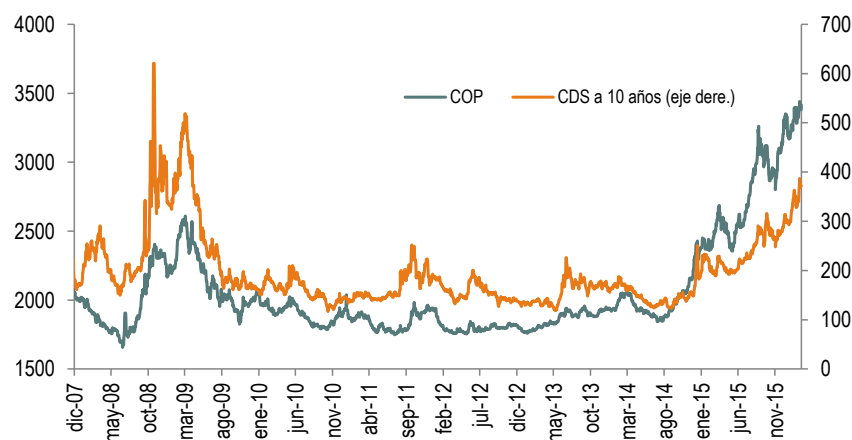
- En general, el COP continúa moviéndose en línea con los precios del petróleo, en la medida en que los bajos niveles actuales (o la posibilidad de ver precios inclusive más bajos en el corto plazo) imponen presiones adicionales sobre las cuentas fiscales y externas, retrasando así su proceso de ajuste.
- Creemos que una alta volatilidad permanecerá en el mercado cambiario en el corto plazo, teniendo en cuenta que el escenario externo sigue siendo desafiante y que el balance de riesgos sobre los precios del petróleo sigue sesgado a la baja. En consecuencia, no descartamos observar mayores niveles de tasa de cambio en los próximas semanas/meses.

COP vs. la tasa de cambio que equilibra las cuentas fiscales



Fuente: Ministerio de Hacienda, Bloomberg, Credicorp Capital

COP y el CDS de Colombia a 10 años

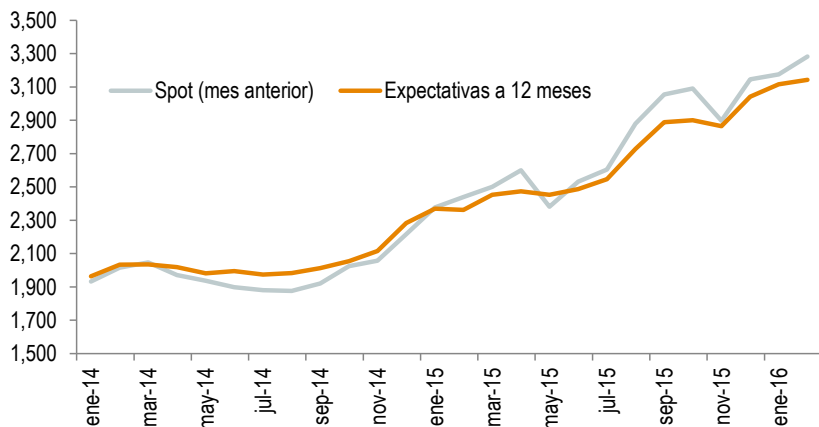


Fuente: Bloomberg, Credicorp Capital

Estimamos que el COP alcanzará los 2,800-2,900 a final de año

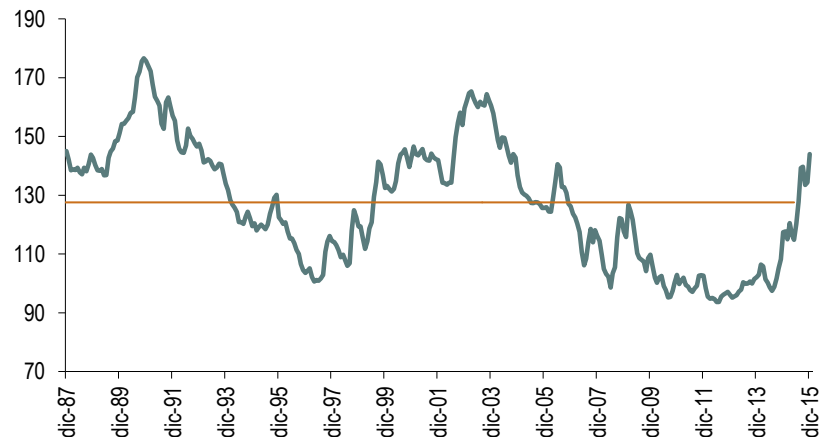
- Proyectamos una recuperación gradual del COP después de alcanzar un mínimo frente al USD en algún punto de 1S16 dado que:
 - ✓ Esperamos que los precios del petróleo toquen fondo en 1S16.
 - ✓ Este año se observará una mejora en el déficit en cuenta corriente.
 - ✓ Creemos que el mercado no ha incorporado los potenciales flujos dirigidos al programa de infraestructura 4G en los próximos años.
 - ✓ La venta de Isagen alivia de manera significativa las presiones sobre el financiamiento de la cuenta corriente.
 - ✓ A pesar del reciente incremento, la percepción de riesgo sobre Colombia sigue siendo baja para los estándares históricos.

Medida de control de volatilidad del BanRep



Fuente: BanRep, Credicorp Capital

Tasa de cambio real (índice, 2010=100)



Fuente: BanRep, Credicorp Capital

Proyecciones económicas

Colombia

Rating (outlook): BBB (n) / Baa2 (s) / BBB (s)	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Actividad económica								
PIB corriente (USD MM)	287,121	335,410	369,385	380,040	377,947	302,198	282,037	350,439
PIB per cápita (USD)	6,309	7,284	7,930	8,066	7,930	6,270	5,779	7,108
PIB real (var. %)	4.0	6.6	4.0	4.9	4.6	3.0	2.3	3.2
Demanda Interna real (var. %)	5.6	8.4	4.7	5.1	6.3	3.0	2.5	3.8
Consumo real total (var. %)	5.1	5.5	4.8	5.0	4.7	3.2	2.3	3.0
Consumo privado real (var. %)	5.0	6.0	4.4	3.8	4.4	3.4	2.5	3.0
Consumo público real (var. %)	5.6	3.6	6.3	9.2	6.2	2.3	1.6	3.1
Inversión bruta real (var. %)	7.4	18.9	4.3	5.6	11.7	2.5	3.0	5.8
Inversión bruta (% del PIB)	24.5	27.4	27.4	27.6	29.5	29.4	29.6	30.3
Exportaciones reales (var. %)	1.3	11.8	6.0	5.3	-1.7	0.5	0.8	6.2
Importaciones reales (var. %)	10.8	21.5	9.1	6.4	9.2	1.0	-1.0	7.4
Tasa de desempleo (%)	11.1	9.8	9.6	8.4	8.0	8.3	8.6	8.7
Precios y monetario								
Inflación (fin de año)	3.2	3.7	2.4	1.9	3.5	6.7	4.7	3.2
Inflación (promedio)	2.3	3.4	3.2	2.0	2.9	5.0	6.6	3.2
Tasa de referencia (fin de año)	3.00	4.75	4.25	3.25	4.50	5.75	5.75	5.00
Cuentas fiscales								
Balance Fiscal GNC (% del PIB)	-3.9	-2.8	-2.3	-2.3	-2.4	-3.0	-4.1	-3.1
Balance Estructural GNC (% del PIB)	-	-	-2.6	-2.4	-2.3	-2.2	-2.1	-2.0
Balance Fiscal SPC (% del PIB)	-3.3	-2.0	0.3	-0.9	-1.8	-2.8	-3.1	-2.5
Deuda bruta GNC (% del PIB)	38.6	36.5	34.6	37.1	38.3	41.1	44.1	43.4
Deuda neta GNC (% del PIB)	37.2	34.6	33.5	34.6	36.9	39.5	42.6	41.9
Deuda bruta SPNF (% del PIB)	46.0	43.0	41.0	43.0	46.0	52.7	55.6	53.4
Deuda neta SPNF (% del PIB)	36.0	34.0	33.0	35.0	38.0	44.7	47.6	45.4
Sector externo								
Balanza comercial (USD MM)	1,559	5,359	4,023	3,180	-4,583	-15,907	-15,951	-16,288
Exportaciones	39,713	56,915	60,125	60,281	57,027	35,691	30,549	38,311
Importaciones	38,154	51,556	56,102	57,101	61,610	51,598	46,500	54,598
Balanza en cuenta corriente (USD MM)	-8,929	-9,854	-11,834	-12,367	-19,549	-19,543	-15,591	-16,964
(Como % del PIB)	-3.1	-2.9	-3.2	-3.2	-5.2	-6.5	-5.5	-4.8
IED neta (USD MM)	947	6,228	15,646	8,557	12,358	8,000	10,574	9,726
Reservas Internacionales (USD MM)	28,464	32,303	37,474	43,625	47,328	46,736	47,719	48,244
Deuda externa total (% del PIB)	22.5	22.5	21.3	24.2	26.8	37.5	42.7	37.8
Tipo de cambio (fin de período)	1,925	1,938	1,767	1,932	2,377	3,175	2,800	2,600
Tipo de cambio (promedio)	1,898	1,848	1,797	1,869	2,002	2,760	3,150	2,700

Fuente: DANE, BanRep, Bloomberg, Estimaciones Credicorp Capital

Contactos

CONTACT LIST

MACRO RESEARCH

CREDICORP CAPITAL

Daniel Velandia

Economista Jefe
dvelandia@credicorpcapital.com
(571) 339 4400 Ext 1505

Paulina Yazigi

Gerente Research Renta Fija
pyazigi@credicorpcapital.com
(562) 2450 1637

Andrés Osorio

Economista
aosorio@credicorpcapital.com
(562) 2446 1760

Camilo A. Durán

Economista
caduran@credicorpcapital.com
(571) 339 4400 Ext 1383

Banco de Crédito BCP - PERU

Carlos Prieto

Economista Jefe
carlosprietob@bcp.com.pe
(511) 313 2000 Ext 32605

Joao Ribeiro

Economista
jribeiros@bcp.com.pe
(511) 313 2000 Ext 36308

Junior Aguilar

Economista
jaquilar@bcp.com.pe
(511) 313 2000 Ext 37055

Karla Farro

Economista
kfarro@bcp.com.pe
(511) 313 2000 Ext 37015

José Rivera

Economista
Joseriverae@bcp.com.pe
(511) 313 2000 Ext 33107

Diego Díaz Pator

Economista
diegodiazp@bcp.com.pe
(511) 313 2000 Ext 33107

Fernando Salgado

Economista
fernandosalgado@bcp.com.pe
(511) 313 2000 Ext 36331

INFORMACIÓN RELEVANTE

Este reporte es propiedad de Inversiones IMT S.A. y/o Credicorp Capital Colombia S.A Sociedad Comisionista de Bolsa y/o Credicorp Capital S.A.A y/o sus subsidiarias (en adelante denominadas conjuntamente, "Credicorp Capital"), por tanto, ninguna parte del material ni su contenido, ni ninguna copia del mismo puede ser alterada en forma alguna, transmitida, copiada o distribuida a terceros sin el consentimiento expreso de Credicorp Capital.

Al realizar el presente reporte, Credicorp Capital ha confiado en la información proveniente de fuentes públicas. Credicorp Capital no ha verificado la veracidad, la integridad ni la exactitud de la información a la que ha tenido acceso, ni ha adelantado o realizado procedimientos de auditoría respecto de ésta. En consecuencia, no este reporte no importa una declaración, aseveración ni una garantía (expresa o implícita) respecto de la veracidad, exactitud o integridad de la información que aquí se incluye, o cualquier otra información escrita u oral que se brinde a cualquier interesado y/o a sus asesores.

A menos que esté expresamente indicado, no se ha utilizado en este reporte información sujeta a confidencialidad ni información privilegiada que pueda significar la infracción a las normas del mercado de valores, o aquella que pueda significar incumplimiento a la legislación sobre derechos de autor.

Al analizar el presente reporte, el lector debe tener claro que el objetivo buscado no es predecir el futuro, ni garantizar un resultado financiero operativo específico, así como tampoco garantizar el cumplimiento de los escenarios presentados en la evaluación. Tampoco es brindar asesoría de inversión, ni opiniones que deban tomarse como recomendaciones de Credicorp Capital. La información contenida en este reporte es de carácter estrictamente referencial y así debe ser tomada. Asimismo, es necesario considerar que la información contenida en este reporte puede estar dirigida a un segmento específico de clientes o a inversionistas con un determinado perfil de riesgo distinta al suyo.

Salvo que esté expresamente indicado, el reporte no contiene recomendaciones de inversión u otras sugerencias que deban entenderse hechas en cumplimiento del deber especial de asesoría que asiste a los intermediarios del mercado de valores frente a los clientes clasificados como cliente inversionista. Cuando así sea, se especificará el perfil de riesgo del inversionista al cual se dirige la recomendación. El inversionista debe tener en cuenta que Credicorp Capital podría efectuar operaciones a nombre propio con las compañías que son analizadas en este tipo de reportes las que eventualmente podrían incluir transacciones de compra y venta de títulos emitidos por éstas.

Es importante tener en cuenta que las variaciones en el tipo de cambio pueden tener un efecto adverso en el valor de las inversiones.

Es de entera y absoluta responsabilidad del cliente determinar cuál es el uso que hace de la información suministrada y por ende es el único responsable de las decisiones de inversión o cualquier otra operación en el mercado de valores que adopte sobre la base de ésta.

El resultado de cualquier inversión u operación efectuada con apoyo en la información contenida en este reporte es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza, no siendo responsabilidad de Credicorp Capital, dicho resultado, por lo que tampoco asume ningún tipo de responsabilidad, por cualquier acción u omisión derivada del uso de la información contenida en este documento.

Credicorp Capital recomienda proveerse asesoría especializada en aspectos financieros, legales, contables, tributarios y demás que correspondan, antes de adoptar una decisión de inversión. En ningún caso la información aquí publicada puede considerarse como un concepto u opinión de tipo financiero, jurídico, contable o tributario, ni mucho menos como un consejo o una asesoría de inversión.