

Perspectivas Económicas

Navegando entre desafíos tanto a nivel externo como local

EAFIT

Credicorp Capital Research

Septiembre 17 de 2015

Daniel E. Velandia O., CFA

Director de Research Colombia

(+571) 339 4400 Ext.1505

dvelandia@credicorpcapital.com

Internacional

Mayor deterioro del entorno internacional para economías emergentes



El comportamiento de la economía global continúa siendo divergente con el balance de riesgos aún sesgado la baja

PROYECCIONES DE CRECIMIENTO 2015-2016						
	Observados		Proyecciones jul-15		Cambios frente a proyección abr-2015	
	2013	2014	2015	2016	2015	2016
Mundo	3.3	3.3	3.3	3.8	↓ -0.2	→ 0.0
Economías desarrolladas	1.3	1.8	2.1	2.4	↓ -0.3	→ 0.0
EE.UU.	2.2	2.4	2.5	3.0	↓ -0.6	↓ -0.1
Zona Euro	-0.5	0.8	1.5	1.7	→ 0.0	↑ 0.1
Alemania	0.2	1.5	1.6	1.7	→ 0.0	→ 0.0
Francia	0.3	0.4	1.2	1.5	→ 0.0	→ 0.0
Italia	-1.9	-0.4	0.7	1.2	↑ 0.2	↑ 0.1
España	-1.2	1.4	3.1	2.5	↑ 0.6	↑ 0.5
Japón	1.6	0.1	0.8	1.2	↓ -0.2	→ 0.0
UK	1.7	2.6	2.4	2.2	↓ -0.3	↓ -0.1
Canadá	2.0	2.4	1.5	2.1	↓ -0.7	↑ 0.1
Otros desarrollados	2.8	2.2	2.7	3.1	↓ -0.1	→ 0.0
Rusia	1.3	0.6	-3.4	0.2	↑ 0.4	↑ 1.3
China	7.8	7.4	6.8	6.3	→ 0.0	→ 0.0
India	5.0	5.8	7.5	7.5	→ 0.0	→ 0.0
América Latina y Caribe	2.8	1.2	0.5	1.7	↓ -0.4	↓ -0.3
Brazil	2.5	0.1	-1.5	0.7	↓ -0.5	↓ -0.3
Mexico	1.4	2.1	2.4	3.0	↓ -0.6	↓ -0.3
MENA	2.2	2.8	2.6	3.8	↓ -0.3	→ 0.0
Africa Sub-sahariana	5.2	4.8	4.4	5.1	↓ -0.1	→ 0.0

Fuente: FMI. WEO julio de 2015

FMI mantiene proyección de crecimiento del PIB mundial en 3.8% para 2016, pero existen riesgos a la baja

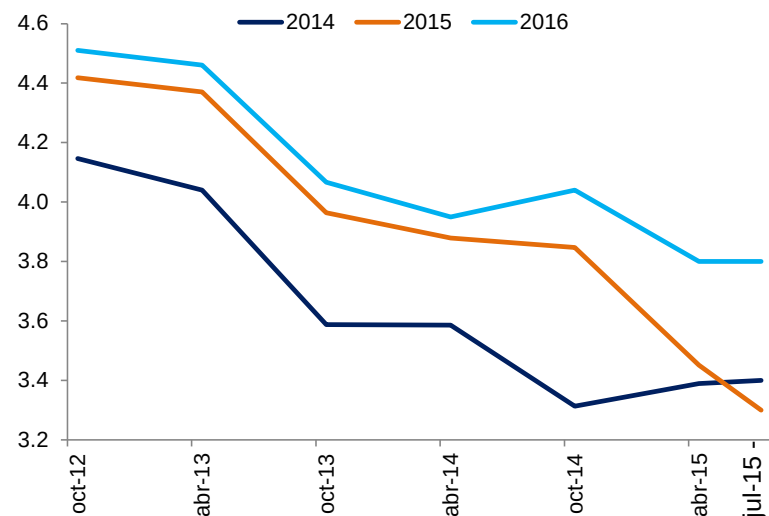
- **Riesgos a corto plazo:** agudización de volatilidad en mercados financieros y los movimientos desestabilizantes de los precios de los activos.
- **Riesgos a mediano plazo:** caída del crecimiento del PIB potencial tanto en las economías avanzadas como emergentes.
- **Caída de los precios de las materias primas** también plantea riesgos.

FMI: proyecciones de crecimiento
(Var. %)

Economías	2014	2015		2016	
		abr-15	jul-15	abr-16	jul-16
Mundo	3.4	3.5	3.3	3.8	3.8
Avanzadas	1.8	2.4	2.1	2.4	2.4
EE.UU.	2.4	3.1	2.5	3.1	3.0
Eurozona	0.9	1.5	1.5	1.6	1.7
Japón	-0.1	1.0	0.8	1.2	1.2
Emergentes	4.6	4.3	4.2	4.7	4.7
China	7.4	6.8	6.8	6.3	6.3
India	7.2	7.5	7.5	7.5	7.5
América Latina	1.3	0.9	0.5	2.0	1.7
Brasil	0.1	-1.0	-1.5	1.0	0.7
México	2.1	3.0	2.4	3.3	3.0
Chile	1.9	2.7	2.5	3.3	3.1
Colombia	4.6	3.7	3.0	4.3	3.3
Perú	2.4	3.8	3.2	5.0	4.6

Fuente: FMI

FMI: Corrección de proyecciones del PIB mundial
(Var. %)

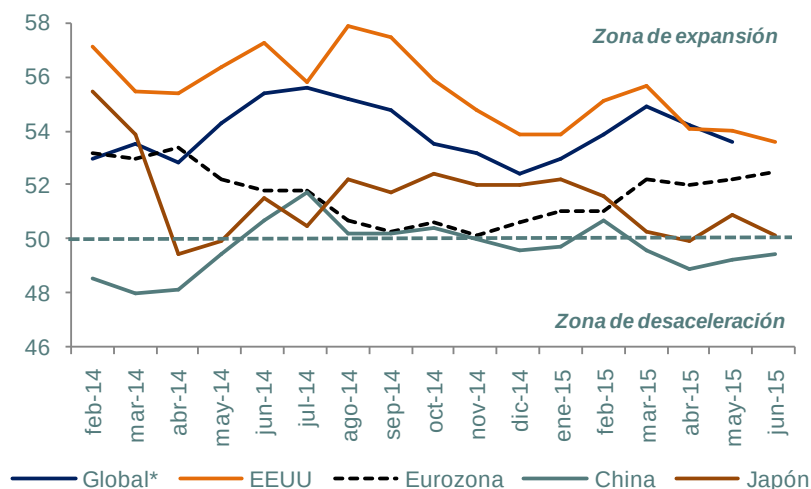


Fuente: FMI

Global: entorno internacional incierto en el 2S15

- En la segunda mitad del año, el mundo financiero puede enfrentar fuentes de volatilidad e incertidumbre: i) **aún no queda claro si la Fed subirá su tasa en una o dos ocasiones durante este año**; ii) **aún se desconoce el desenlace final del drama griego**, y iii) **habrá que determinar cuán profunda es la desaceleración en China**.
- Finalmente, en América Latina, existe el riesgo de que Brasil vea un recorte de su calificación crediticia.
- En el 2T15, la mayoría de grandes economías mundiales perdieron dinamismo. En EEUU, el PMI manufacturero de jun-15 se redujo por tercer mes seguido hasta 53.6, su nivel más bajo del año (promedio 1T15: 54.9). De otra parte, según HSBC, si bien este indicador en China ha venido mejorando, continúa sin abandonar la zona de desaceleración ya que se ha mantenido por debajo de una lectura de 50 desde mar-15. En el caso de Japón, el PMI manufacturero tuvo un promedio de 50.3 en el 2T15, menor a lo visto en el 1T15 (51.4). La excepción ha sido la Eurozona, donde este indicador en jun-15 (52.5) tocó su nivel más alto desde abr-14.

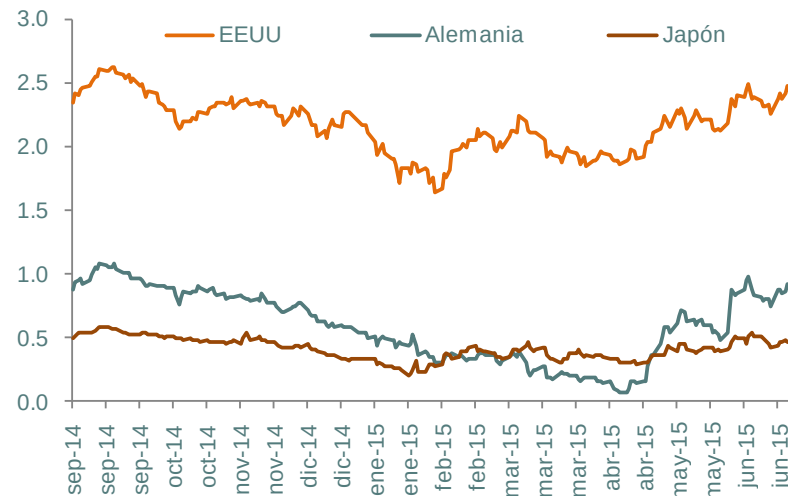
PMI manufacturero en principales economías (índice)



(*) PMI global compuesto

Fuente: JP Morgan, Markit, HSBC, Bloomberg

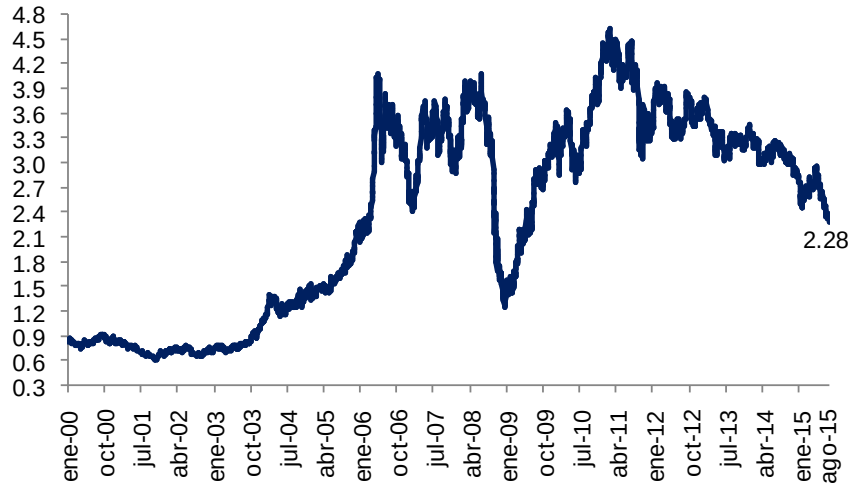
Rendimiento de bonos soberanos a 10 años (%)



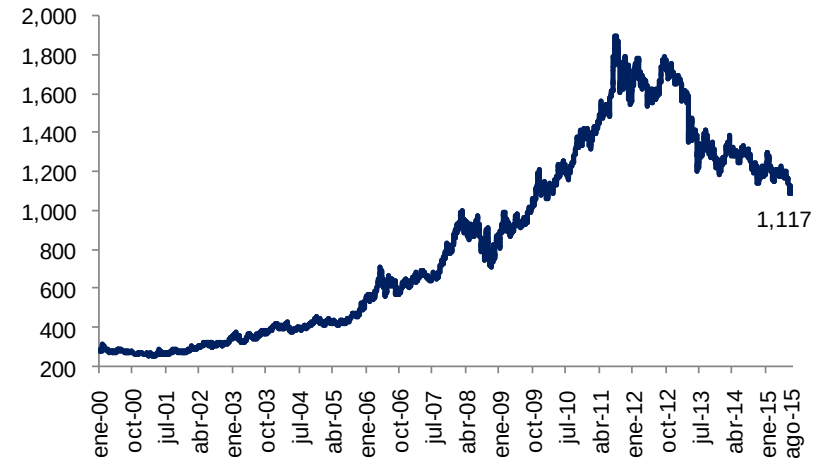
Fuente: Bloomberg

En agosto se acentúa la caída del precio de los *commodities*

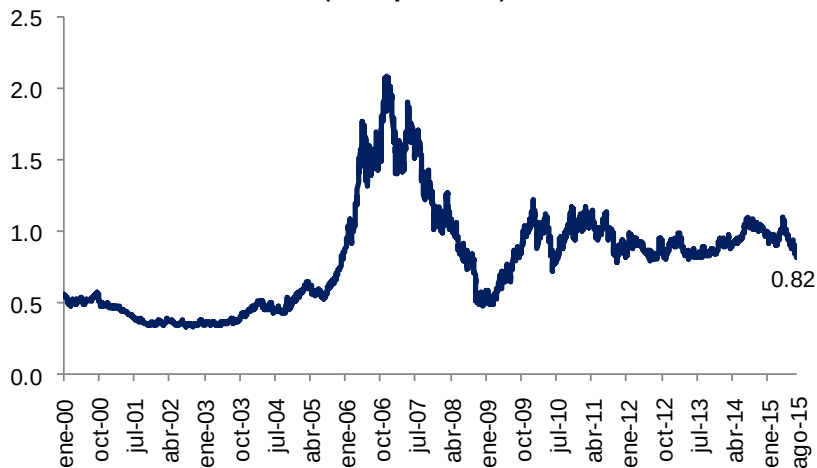
**Precio del cobre
(USD por libra)**



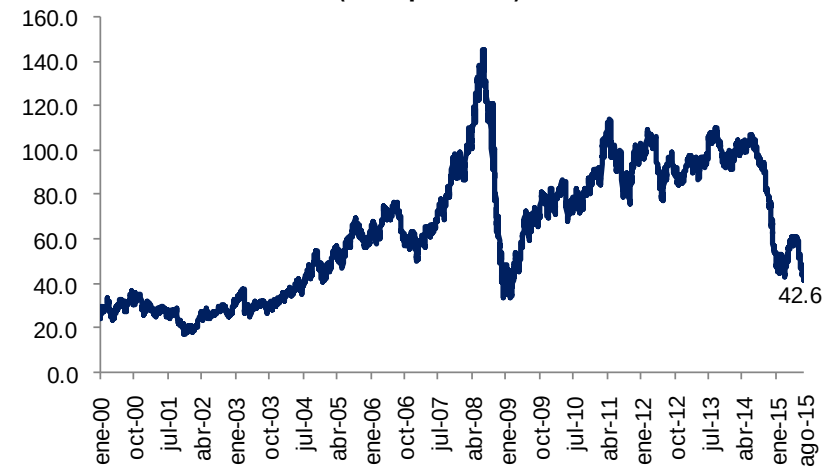
**Precio del oro
(USD por onza)**



**Precio del zinc
(USD por libra)**

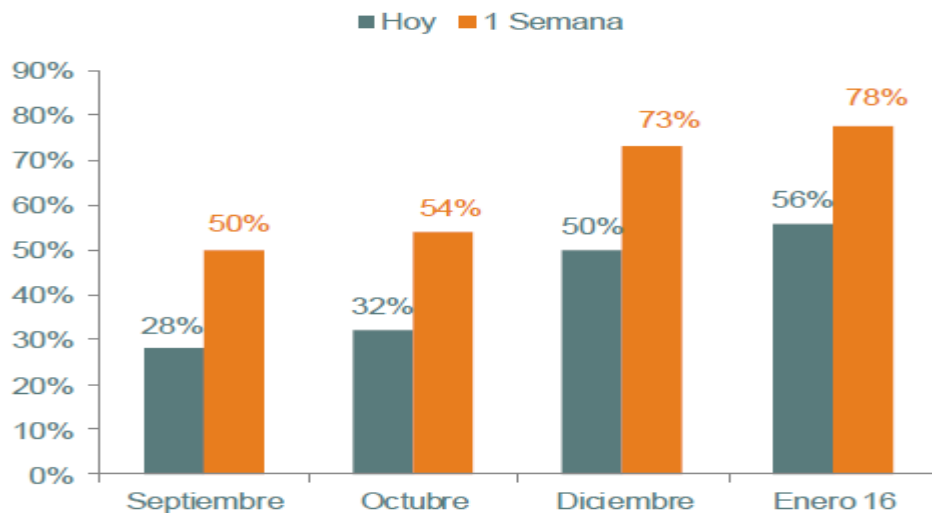


**Precio del petróleo (WTI)
(USD por libra)**

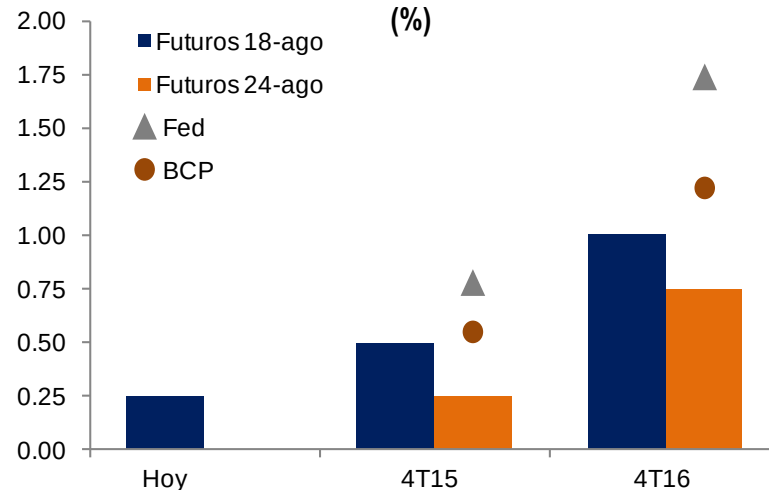


EE.UU.: volátil probabilidad de subida de tasa en septiembre

Probabilidad implícita de la subida de la tasa Fed *

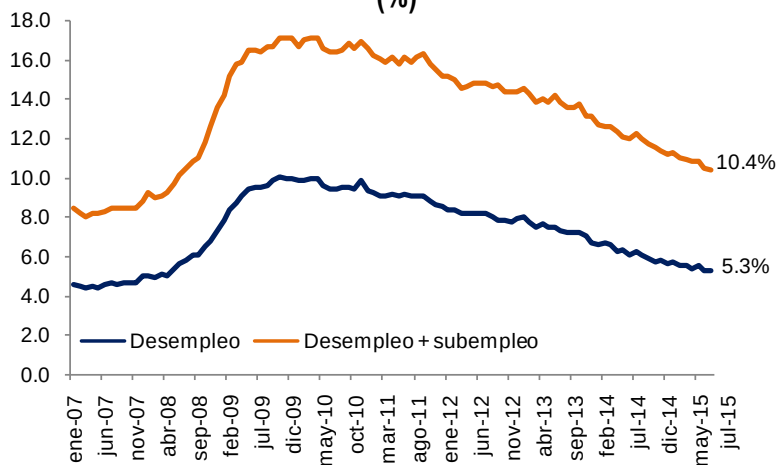


Tasa implícita en los futuros de tasa Fed

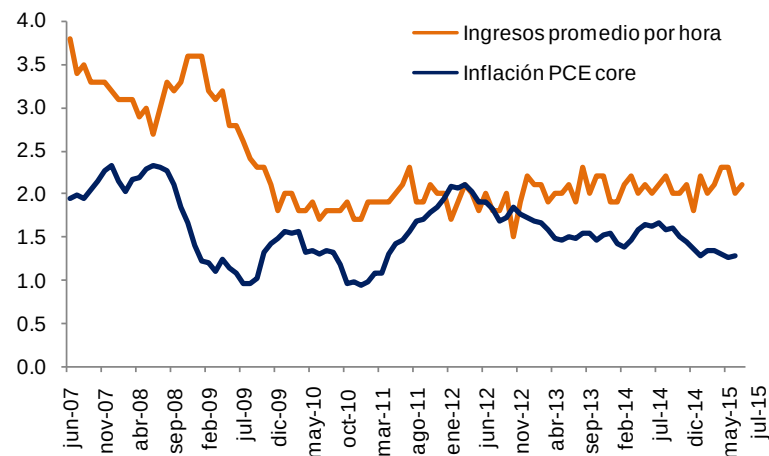


(*) Al 25 de ago-15

EE.UU.: tasa de desempleo (%)



EE.UU.: inflación y salarios (Var. % a/a)



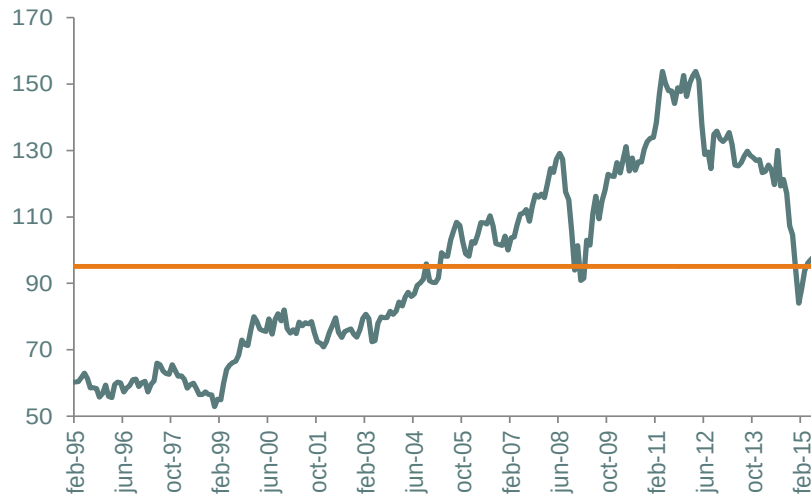
Colombia

Enfrentando mayores desafíos... el precio del petróleo continuará siendo determinante para la economía en el corto plazo y en 2016

Sin duda, la dispersión actual de los pronósticos para las principales variables denotan una alta incertidumbre

- En general, la fuerte caída en los precios del petróleo observada desde mitad del año pasado ha generado incertidumbre sobre el grado de capacidad de sectores diferentes al minero-petrolero (e.g. construcción, industria, gobierno), para compensar la pérdida de ingreso nacional tras la reducción de los términos de intercambio.

Índice de términos de intercambio
(Según comercio exterior)



Pronósticos sobre las principales variables
(2015)

2015	Consenso	Credicorp	Mínimo	Máximo
Crecimiento PIB (%)	3.2	3.0	1.9	4.8
Inflación (%)	4.2	4.5	3.3	4.3
Tasa repo (%)	4.50	4.50	3.5	4.50
COP	2,683	2,600	2,480	2,925

Pronósticos sobre las principales variables
(2016)

2016	Consenso	Credicorp	Mínimo	Máximo
Crecimiento PIB (%)	3.1	3.0	2.3	3.8
Inflación (%)	3.2	3.2	2.5	4.0
Tasa repo (%)	4.50	4.00	3.25	5.00
COP	2,689	2,500	2,437	3,050

La economía ha mostrado un ajuste ordenado ante el fuerte choque sobre los términos de intercambio

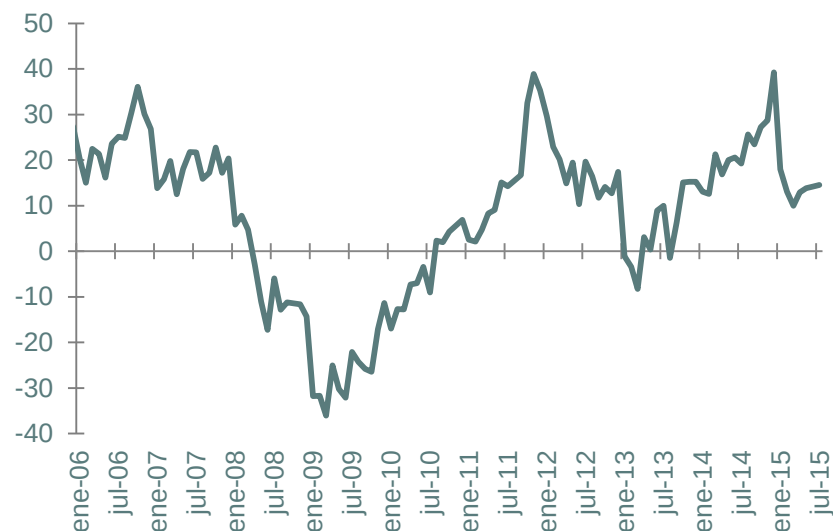
- La actividad económica continuó mostrando un relativo dinamismo en 1S15 considerando que presentó una expansión de 2.9% a/a, en línea con nuestras expectativas.
- Sin embargo, decidimos recortar nuestro pronóstico de crecimiento para 2015, en la medida en que no esperábamos (al igual que el consenso) un precio del crudo WTI en USD 40 en este punto del año y que consecuentemente, el COP se mantuviera cerca o por encima de los 3,000 por un periodo de tiempo considerable.
- Por su parte, también se han materializado (al menos parcialmente) los riesgos sobre la economía que hemos venido mencionando: i) demora en la reapertura de la Refinería de Cartagena; ii) un impacto sobre la inversión mayor al esperado inicialmente, como resultado de la reforma tributaria de 2014 o una mayor depreciación del COP; iii) un impacto mayor al esperado sobre la confianza del consumidor; y iv) una recuperación más lenta por parte de los principales socios comerciales.
- En general, nuestro pronóstico de 3.0% sigue basándose principalmente en un fuerte gasto público en medio de las elecciones regionales (que serán llevadas a cabo en oct-15), los primeros desembolsos para los proyectos de infraestructura de 4G esperados en 4T15, y el plan de estímulo de gobierno (PIPE 2.0).

Indicador de Seguimiento a la Economía –ISE (var % a/a)



Fuente: DANE, Credicorp Capital

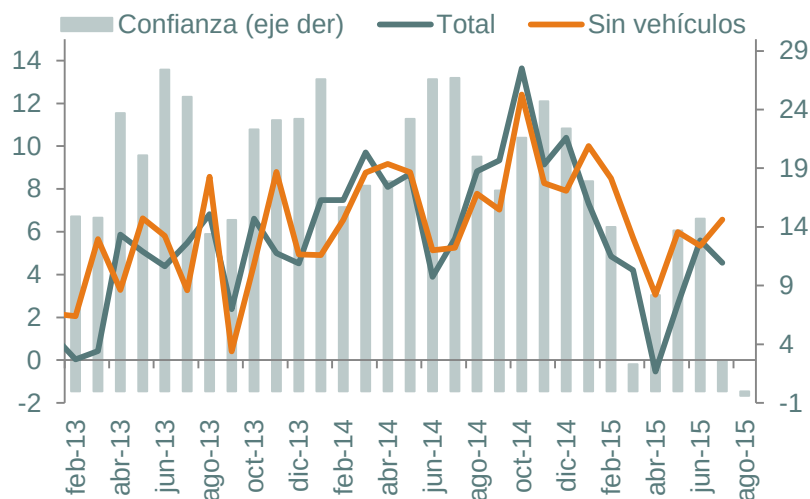
Condiciones actuales según empresarios (EMEE - %)



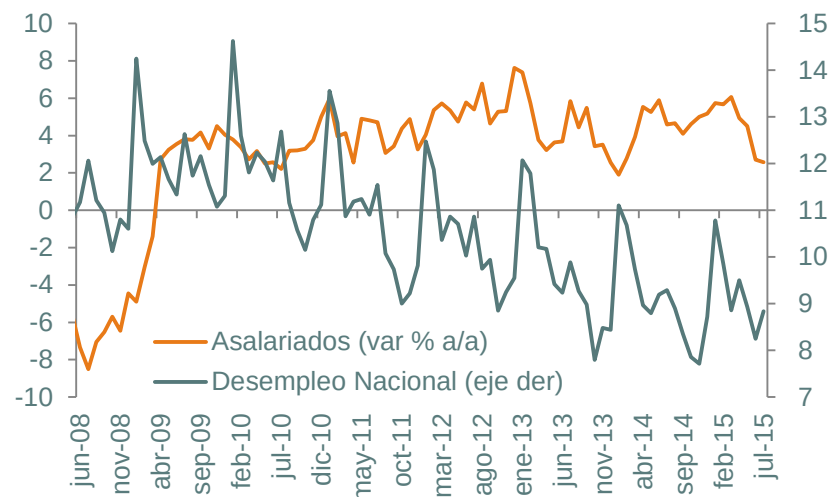
El consumo privado continuará moderándose pero el mercado laboral seguirá otorgando soporte

- En general, las ventas al por menor se han comportado de manera dinámica durante los últimos dos meses (jun-15: 5.4% a/a; jul-15: 4.5%), desempeño que resulta bastante sorpresivo si se tiene en cuenta la fuerte caída en la confianza del consumidor observada en jul-15 y ago-15 (actualmente se ubica en -0.4%, su nivel más bajo desde abr-09). Bajo este contexto, creemos que la fuerte depreciación del COP y la alta inflación aportarán para que el consumo privado se modere en los próximos meses.
- Ahora bien, un mercado laboral que permanece fuerte en medio de una buena dinámica en la creación de empleo (+2.6% a/a en jul-15), la cual es liderada actualmente por el empleo asalariado (2.6% a/a), debe permitir que el consumo privado se mantenga creciendo a tasas saludables.
- En todo caso, con el ánimo de ser conservadores y considerando que el ajuste en los bienes durables continuaría en los próximos meses, hemos revisado a la baja nuestra proyección sobre el crecimiento real del consumo de los hogares de 3.8% a/a a 2.9% a/a, tasa que resulta aún favorable en medio del actual contexto.

Ventas minoristas y confianza del consumidor (var. % a/a, %)



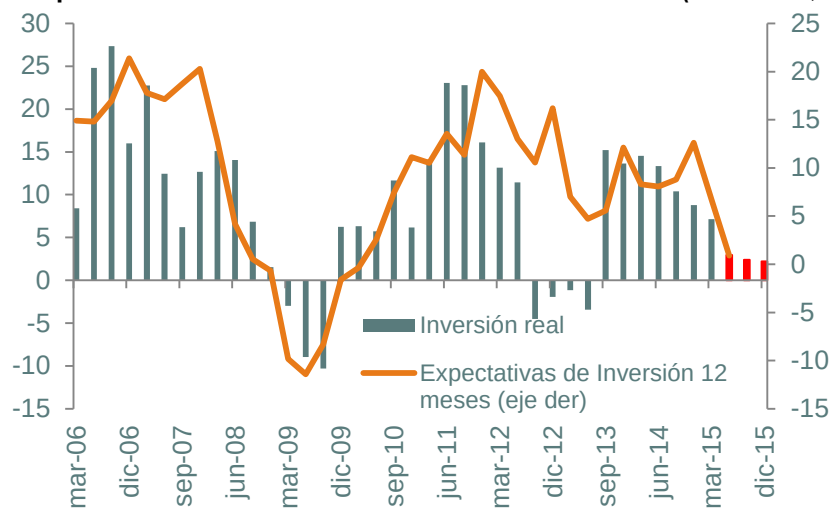
Tasa de desempleo y creación de empleo asalariado (% a/a, var % a/a)



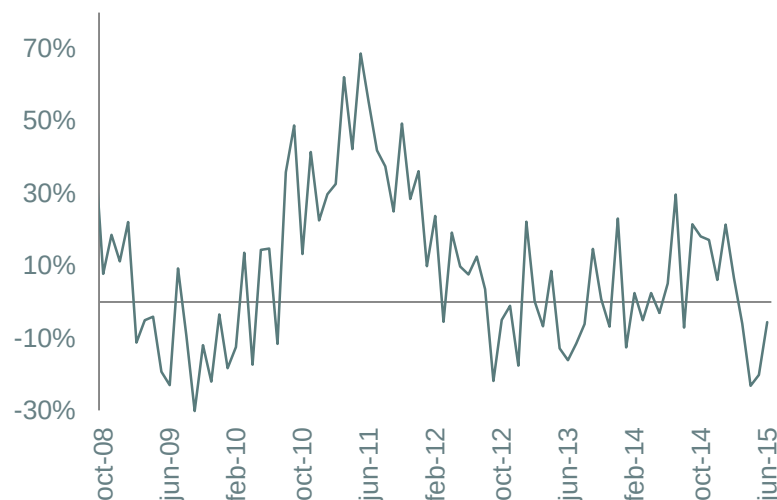
La inversión sorprendió al alza en 1T15, pero se moderará en los próximos trimestres

- La inversión fija registró un crecimiento del 6.0% a/a en 1T15, liderada por equipo de transporte (+30.3%) y obras civiles (6.9%). Por su parte, la inversión en maquinaria y equipo registró una significativa desaceleración, pasando de registrar una tasa de expansión de 12.2% a/a en 4T14 a una de 1.5% a/a en 1T15.
- En cuanto no se prevé la continuidad de altas tasas de crecimiento de la inversión en equipo de transporte dado que su comportamiento en 1T15 estuvo influenciado por factores no recurrentes (i.e. compra de aviones), se espera una desaceleración de la inversión fija en los próximos meses.
- No obstante, esperamos que una alta ejecución de obras por parte de los gobiernos regionales (elecciones de alcaldes y gobernadores se realizarán el 25-oct) y el plan de estímulo del gobierno, permitan que la inversión se mantenga en terreno positivo. De hecho, tras el comportamiento de la inversión en 1T15, hemos revisado al alza su estimación para 2015 de 2.7% a/a a 3.5% a/a.

Expectativas de inversión 12 meses e inversión real (var. % a/a, %)



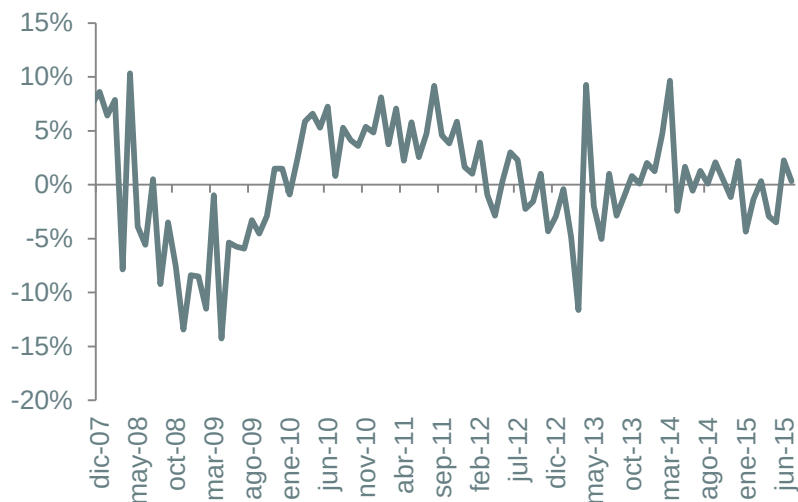
Importaciones de bienes de capital (var % a/a)



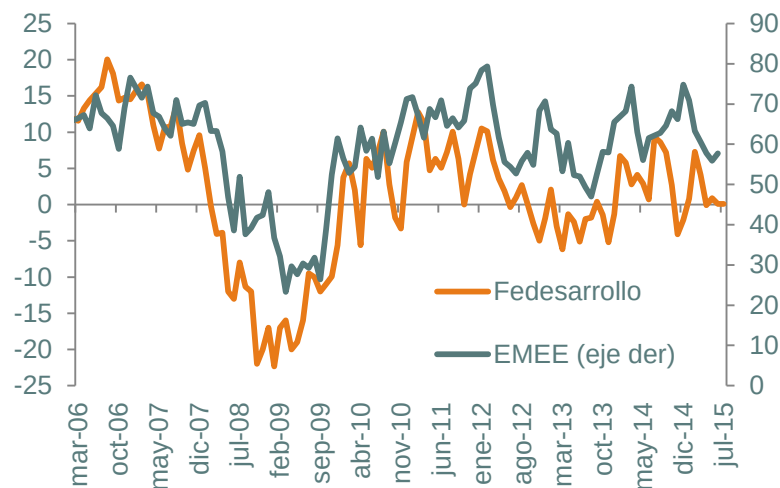
La industria debería recuperarse paulatinamente dada la depreciación del COP y la reapertura de Reficar

- La producción de la industria manufacturera cayó 1.98% a/a en el 1S15, lo que se compara con una expansión del 2.38% en 1S14 de acuerdo con la nueva metodología del DANE. Sin embargo, durante los meses de jun-15 y jul-15 se observaron tasas de crecimiento positivas por primera vez en el año (2.3% a/a y 0.3%, respectivamente).
- Cabe destacar que la refinación de petróleo ha restado 1.5pp a la variación de la producción en lo corrido del año, lo que ha sido explicado principalmente por la caída en los precios del petróleo y el cierre de la refinería de Cartagena.
- Esperamos que una recuperación del sector se materialice durante 2S15, en medio de condiciones más favorables como un tipo de cambio alto y un mayor crecimiento de los principales socios comerciales.
- De acuerdo con la última EOE de Fedesarrollo, los principales factores que afectan actualmente la actividad exportadora son el transporte interno, los costos de producción y los servicios portuarios.
- Se espera que la apertura de la Refinería de Cartagena, establecida para 4T15, contribuya de manera significativa al crecimiento de la industria.

Producción industrial (var. % a/a)

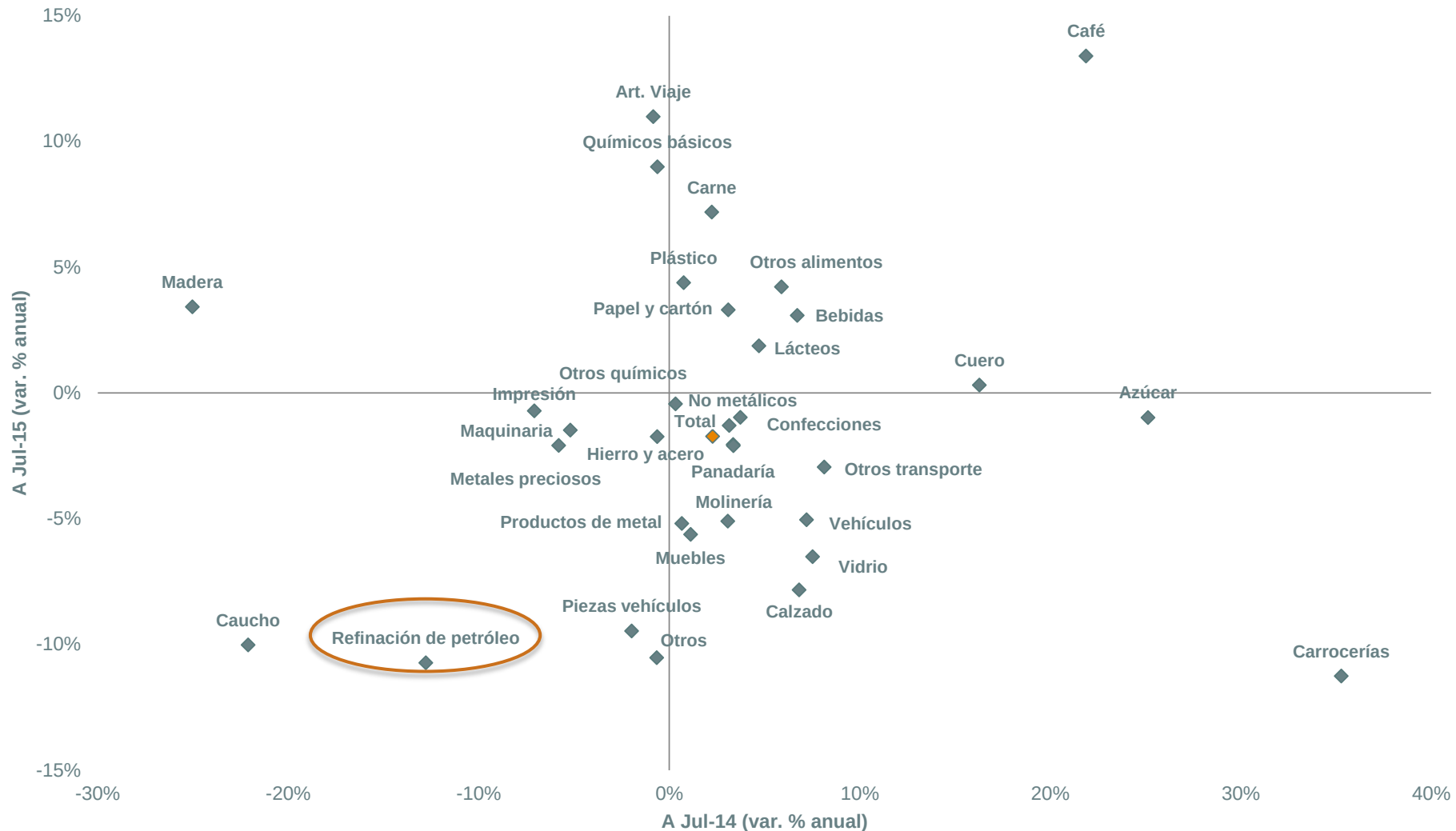


Confianza industrial Fedesarrollo y BanRep (%)



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

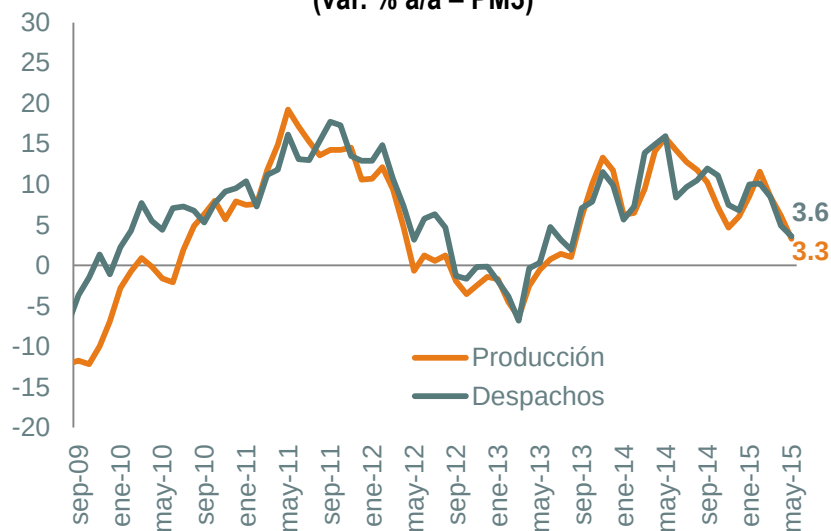
Crecimiento anual de la producción industrial según subsectores (%)



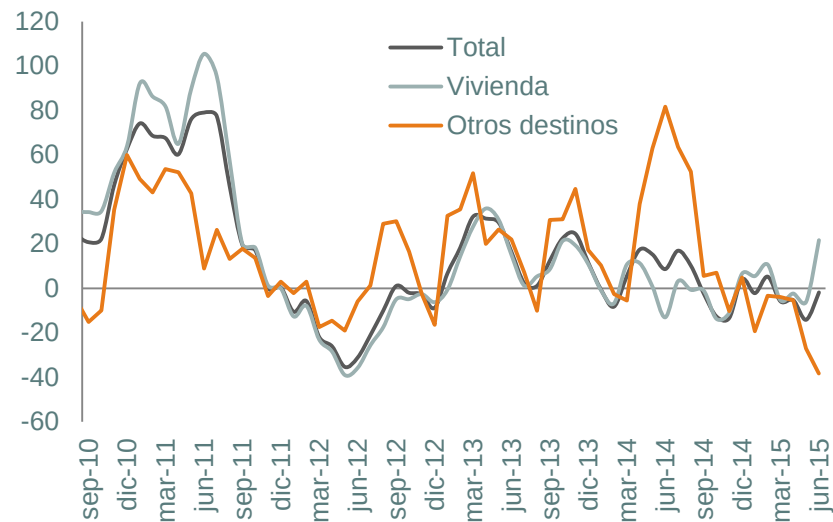
El sector de la construcción seguirá liderando la actividad: en el corto plazo programas del gobierno y gasto regional serán importantes

- Tanto la producción como los despachos de cemento se han desacelerado recientemente, aunque mantienen una buena dinámica.
- En lo corrido del año a may-15, la producción de cemento se ha incrementado en 6.4% a/a, mientras que los despachos lo han hecho en 6.1%.
- Por su parte, el comportamiento reciente de las licencias de construcción resulta consistente con los programas de vivienda del gobierno (Mi Casa Ya, Viviendas 100% subsidiadas, Casa Ahorro, Subsidio a la tasa de interés).
- Específicamente, las licencias destinadas a VIS aumentaron 299% a/a en jun-15, su mayor tasa de crecimiento desde may-13.

Producción y despachos de cemento gris
(var. % a/a – PM3)



Licencias de construcción (var % a/a)



En general, la infraestructura será determinante para que la economía mantenga una dinámica saludable

- El sector de la construcción continuará siendo uno de los motores de la economía, particularmente por el gasto en infraestructura.
- Entre los factores que permitirían que las obras civiles mantengan un buen desempeño en lo que resta de 2015, y así, que la inversión permanezca en terreno positivo a pesar del ajuste esperado ante la caída en los términos de intercambio, se encuentran que i) 2015 es último año de gobiernos regionales y locales, implicando una fuerte ejecución de gasto público; ii) sólida ejecución de regalías por las regiones (estimamos un monto cercano a COP 9 BB en 2015) por cuenta de recursos no ejecutados en años anteriores y aquellos ahorrados bajo el nuevo sistema de regalías; y iii) 200 proyectos de infraestructura y vivienda en 2015.
- Por su parte, hoy somos más optimistas que hace un año en torno a la materialización de los proyectos: i) ya se anunciaron tres cierres financieros de primera ola; ii) la adjudicación de la segunda ola por COP 12 BB está por finalizar; y iii) cinco proyectos bajo la figura de APP de iniciativa privada por COP 5.8 BB han sido adjudicados en los últimos meses.
- Se espera que en 4T15 se observen los primeros desembolsos para los proyectos adjudicados de la primera ola.

Adjudicación de la primera ola de concesiones viales de 4G

	Concesión	CAPEX COP bn \$	Ofertas	Consorcio ganador	Extranjeros en el consorcio
1	Puerto Salgar - Girardot	0.96	2	Mario Alberto Huertas Cotes (75%); MECO (25%) (Costa Rica)	1
2	Pacífico 1	1.79	2	Episol (60%); Iridium Colombia (Spain) (40%).	1
3	Pacífico 2	0.91	1	ODINSA (25%); EL Condor (21.5%); Mincivil (21.25%); Termotecnica Coindustrial (13.50%); ICEIN (9.20%); ENGIL (20%) (Portugal)	1
4	Pacífico 3	1.3	2	Mario Alberto Huertas Cotes (75%); MECO (25%) (Costa Rica) * 48% El Condor (compro a Huertas)	1
5	Cartagena - Barranquilla	1.42	3	Mario Alberto Huertas Cotes (75%); MECO (25%) (Costa Rica)	1
6	Perimetral Oriente	1.21	4	GRODCO (25%); Colombiana de Inversiones en Infraestructura (37.5%); SHIKUN & BINUI (37.5%) (Swiss)	1
7	Autopista Conexión Norte	0.98	2	KMA construcciones SA Colombia (25%); Ortiz construcciones y proyectos sa sucursal colombiana (Spain) (25%); Equipo Universal (25%); Valores y Contratos S.A (25%)	1
8	Autopista Rio Magdalena 2	1.37	2	OHL Concesiones Colombia (60%) y OHL Concesiones Chile (40%)	
9	Mulalo - Loboguerrero	1.31	3	Episol (60%); Iridium Colombia (Spain) (40%).	1
10	Ocaña – Aguacalara - Gamarra	1.21	Adición de un contrato	Concesionaria Ruta del Sol. Odebrecht (62,01%); Episol (33%); CSS (4,99%)	0

Segunda ola de concesiones viales de 4G

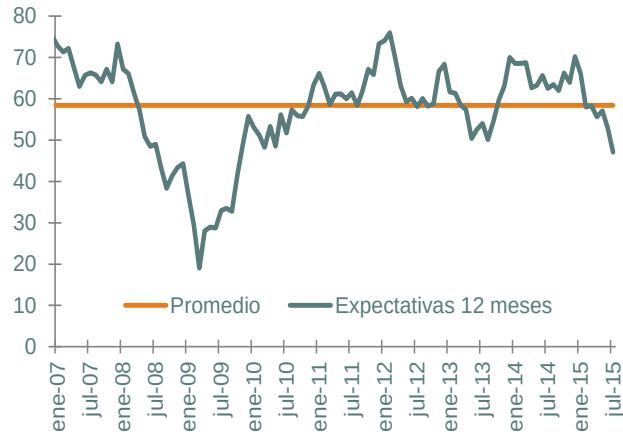
	Concession	Capex COP Tn	Bids
1	Autopista Mar 1	1.46	Adjudicada
2	Autopista Mar 2	1.56	Fin de Ago
3	Villavicencio - Yopal	1.80	Adjudicada
4	Rumichaca - Pasto	1.60	Adjudicada
5	Puerta de Hierro - Cruz del Vizo	0.45	Adjudicada
6	Santana - Mocoa - Neiva	1.50	Adjudicada
7	Santander de Quilichao - Popayan	1.10	Adjudicada
8	Barrancabermeja- Bucaramanga	1.68	Adjudicada
9	Sisga- El secreto	0.49	Adjudicada
	Total	11.64	

APP de iniciativa privada

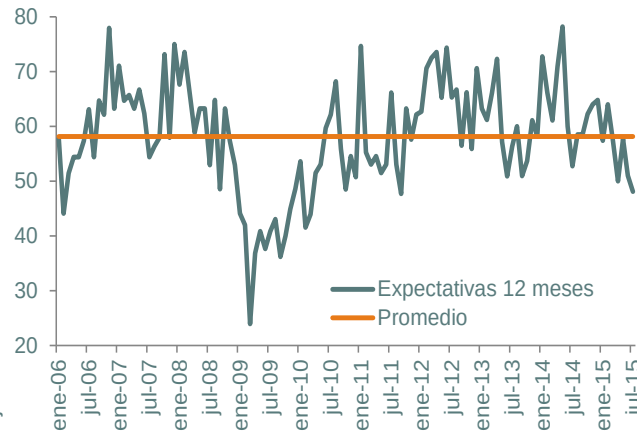
Concesión	Inversión (COP bn)	Estado	Consorcio
Ibagué – Cajamarca	1.02	Adjudicada	GICA
Malla Vial del Meta	1.26	Adjudicada	Odinsa51 Condor11
Chirajara – Villavicencio	1.9	Adjudicada	Episol, corfi
Cesar - La Guajira	0.3	Adjudicada	El Cóndor
Cambao – Manizales	1.3	Adjudicada	Consorcio alternativas viales

La confianza de los empresarios continúa sugiriendo una desaceleración gradual: esperamos un crecimiento de 3% tanto para 2015 como 2016

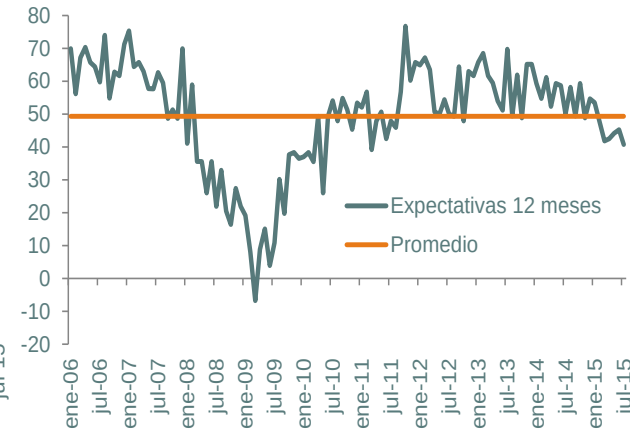
Encuesta Mensual de Expectativas Económicas
(Volumen esperado de ventas a 12 meses - TOTAL)



Encuesta Mensual de Expectativas Económicas
(Volumen de ventas - Agricultura)



Encuesta Mensual de Expectativas Económicas
(Volumen de ventas - Construcción)



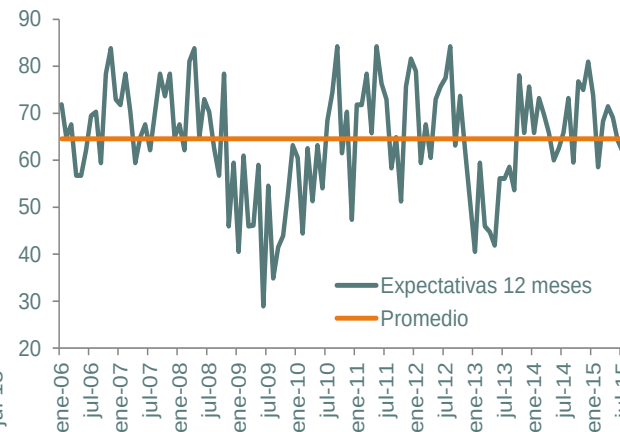
Encuesta Mensual de Expectativas Económicas
(Volumen de ventas - Industria)



Encuesta Mensual de Expectativas Económicas
(Volumen de ventas - Comercio)



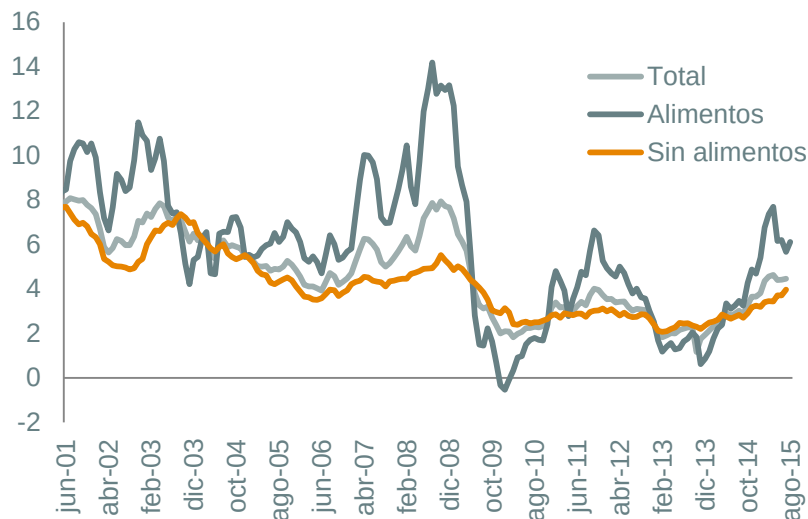
Encuesta Mensual de Expectativas Económicas
(Volumen de ventas - Transporte y com.)



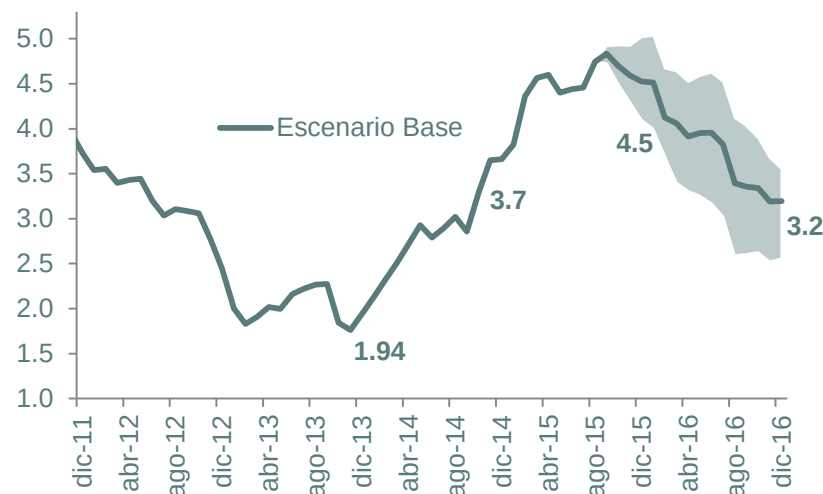
Inflación: proceso de convergencia sería más lento que lo esperado previamente por depreciación y Fenómeno de El Niño

- En general, estos dos factores han llevado a que revisemos al alza nuestro pronóstico para final de año desde 4.0% a 4.5%, en línea con el escenario central del BanRep.
- En todo caso, se espera que los choques de oferta y los efectos de una sola vez sobre la inflación se vayan desvaneciendo a lo largo de 2016 en medio de una brecha del producto negativa, por lo que la inflación se ubicaría cerca de 3.2% en dic-16.
- Por ejemplo, cerca del 40% del incremento de la inflación en lo corrido del año ha sido explicado por el grupo de alimentos. Sólo arroz (+23.4% YTD), frijol (39.6%) y cebolla (+71.1%) han explicado cerca del 15% de la inflación a ago-15.
- Por su parte, la inflación de transables excluyendo alimentos y regulados se ha acelerado en forma importante en lo corrido del año alcanzando 5.2% a/a en ago-15 (frente a 2.03% a/a en dic-14), como respuesta a la fuerte depreciación acumulada del COP.

Inflación total, alimentos y sin alimentos (% var. % a/a)



Trayectoria esperada de la inflación (var. % a/a)

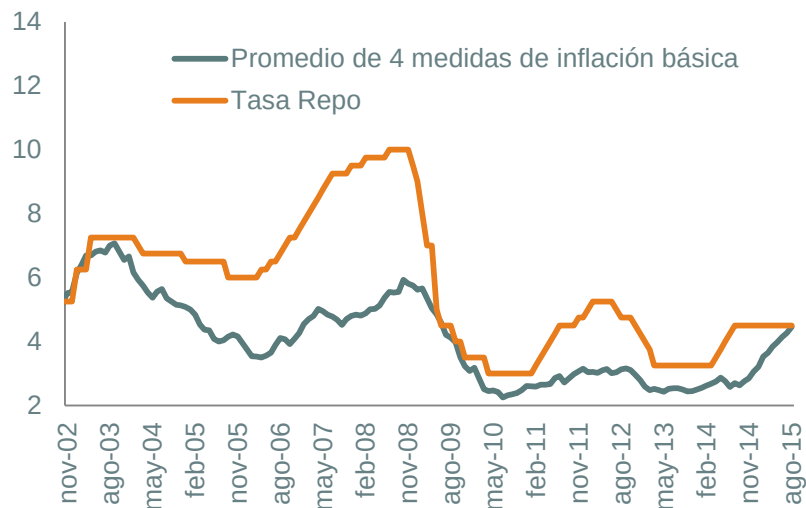


Tasa repo: incremento depende de expectativas de inflación.

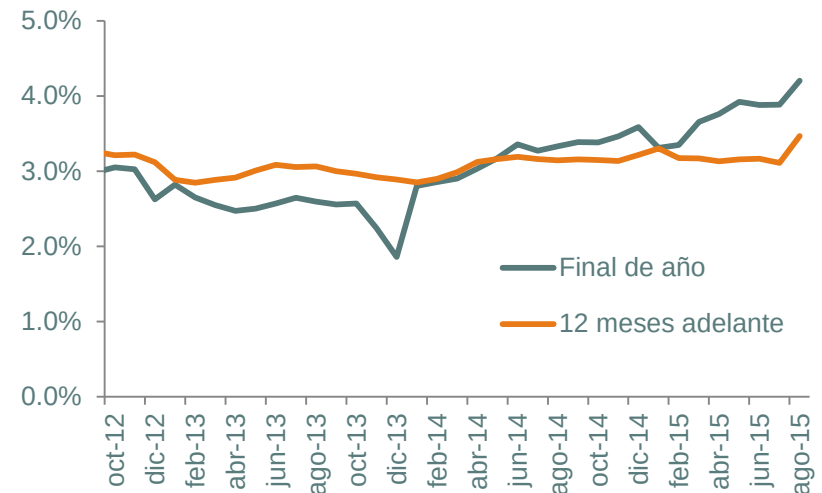
Recortes dependerán de inflación, cuenta corriente y ajuste gobierno

- La postura del BanRep continúa bajo un escenario desafiante para la política monetaria entre i) una inflación total que continúa ubicándose por encima del rango meta (4.74% a/a), en medio de crecientes presiones sobre las medidas básicas y, ii) riesgos sobre la actividad como resultado tanto de la fuerte caída en los términos de intercambio como de la baja dinámica económica de los principales socios comerciales.
- Consideramos que la trayectoria de la política monetaria en el corto plazo dependerá en gran medida de las expectativas de inflación. Así, el comportamiento del COP seguirá siendo relevante.
- Por su parte, una reducción de las tasas sólo se podrá materializar una vez i) la inflación comience su proceso de convergencia hacia la meta y ii) las cuentas externas muestren una mejora.
- De acuerdo con lo anterior, anuncios del gobierno podrán ser determinantes para una política monetaria anticíclica.

Tasa repo y cuatro medidas básicas de inflación (%)



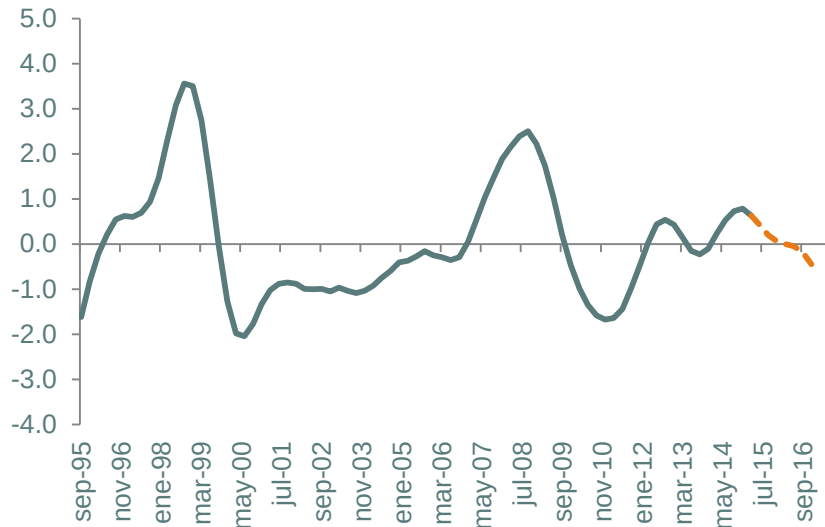
Expectativas de inflación encuesta BanRep (%)



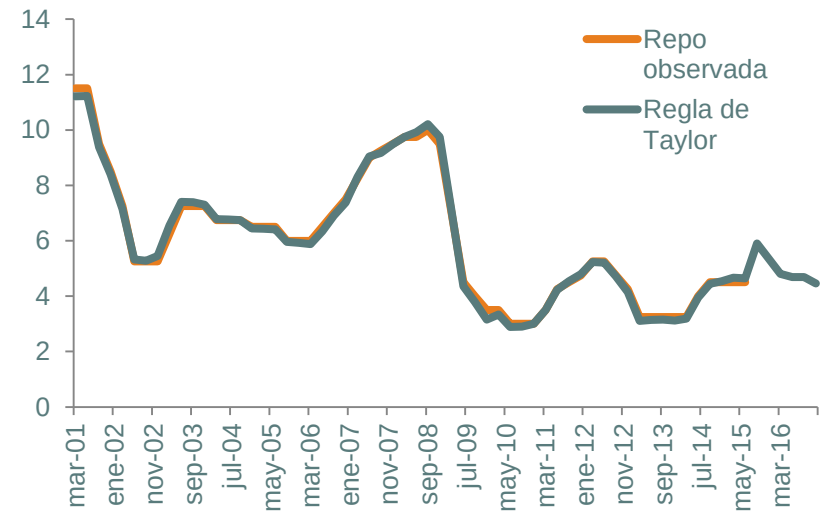
Tasa repo: nuestro escenario base ahora contempla un incremento de 25pbs, con un ciclo bajista más pronunciado en 2016

- Nuestros diferentes ejercicios sugieren que el BanRep podría requerir un incremento de la tasa repo en el corto plazo como respuesta al actual nivel de inflación.
- Ante esto, y teniendo en cuenta la última encuesta de expectativas del BanRep, ahora esperamos que se incremente la tasa repo en 25pb a 4.75% tan pronto como en la reunión de sep-15 (aunque seguimos creyendo que esto no es lo más conveniente para la economía bajo el actual escenario de alta incertidumbre), manteniendo sólida la credibilidad de la autoridad monetaria.
- De esta manera, consideramos que el incremento obligado en la tasa de interés para contener las expectativas de inflación afectará de manera adicional la ya deteriorada confianza, generando riesgos adicionales sobre los pronósticos del PIB.
- Por su parte, en caso de que el BanRep sube la tasa preventivamente en el corto plazo, tendría que realizar un mayor número de recortes en 2016 al actualmente esperado dado su impacto sobre la actividad económica.

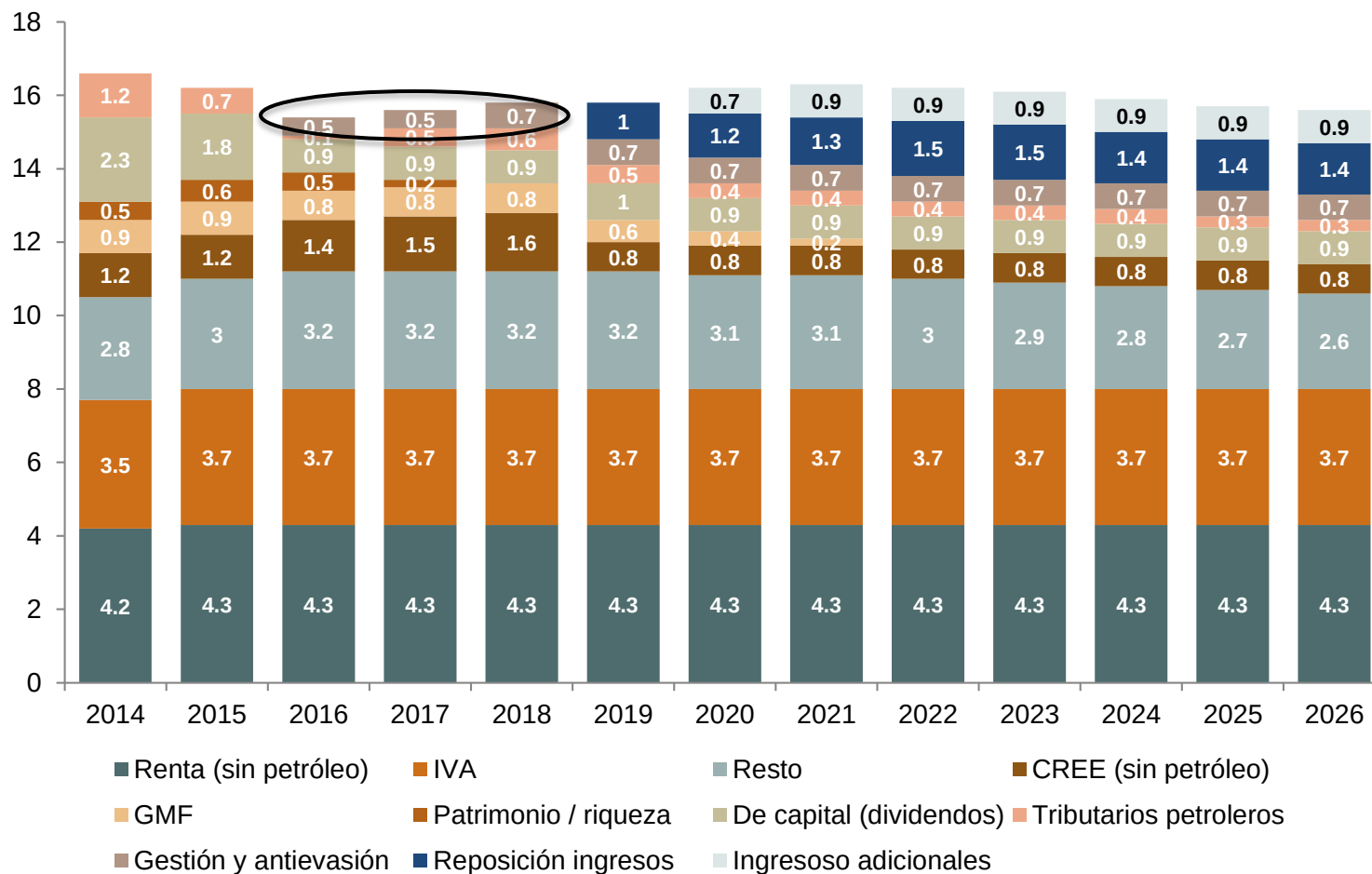
Brecha estimada del producto (%)



Regla de Taylor (%)

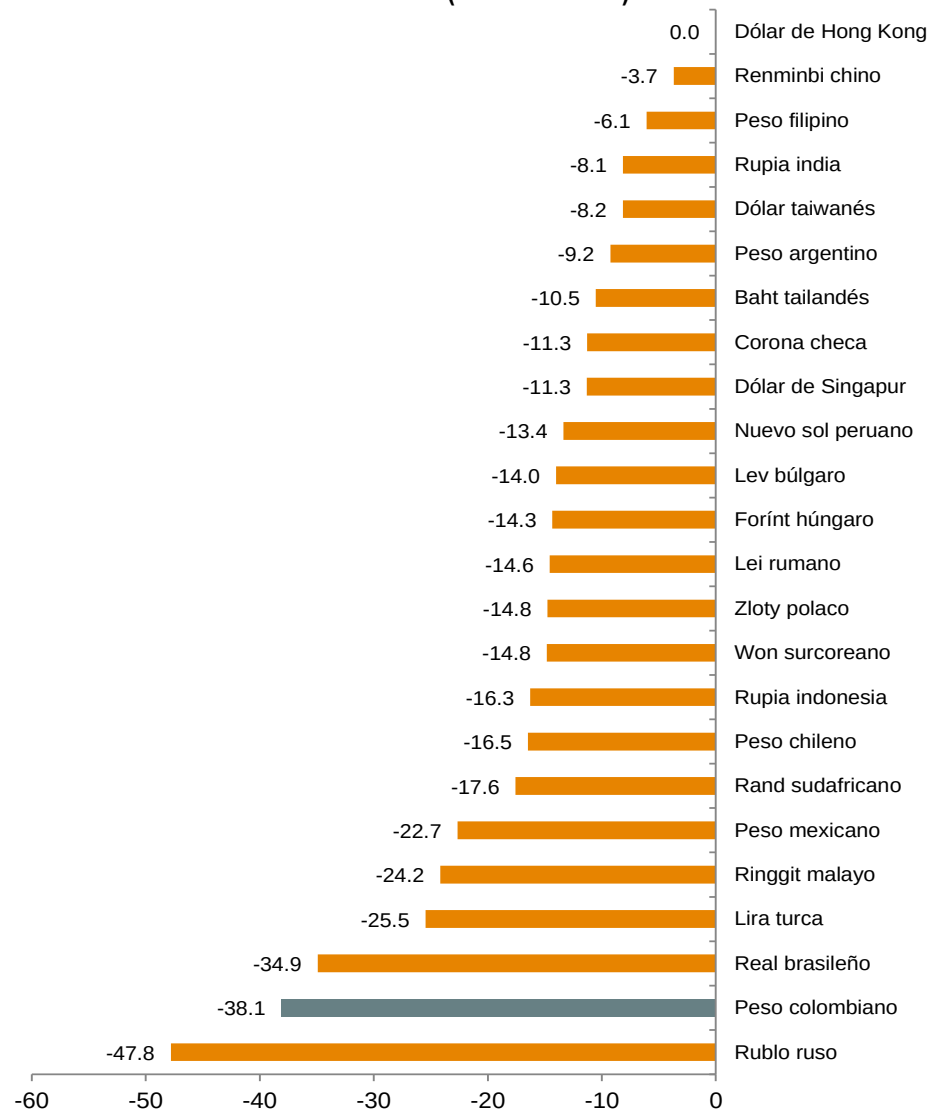


Cuentas fiscales: en los ingresos esperados están las inquietudes. La reforma tributaria es cada vez más urgente (ESAL en 2015?)

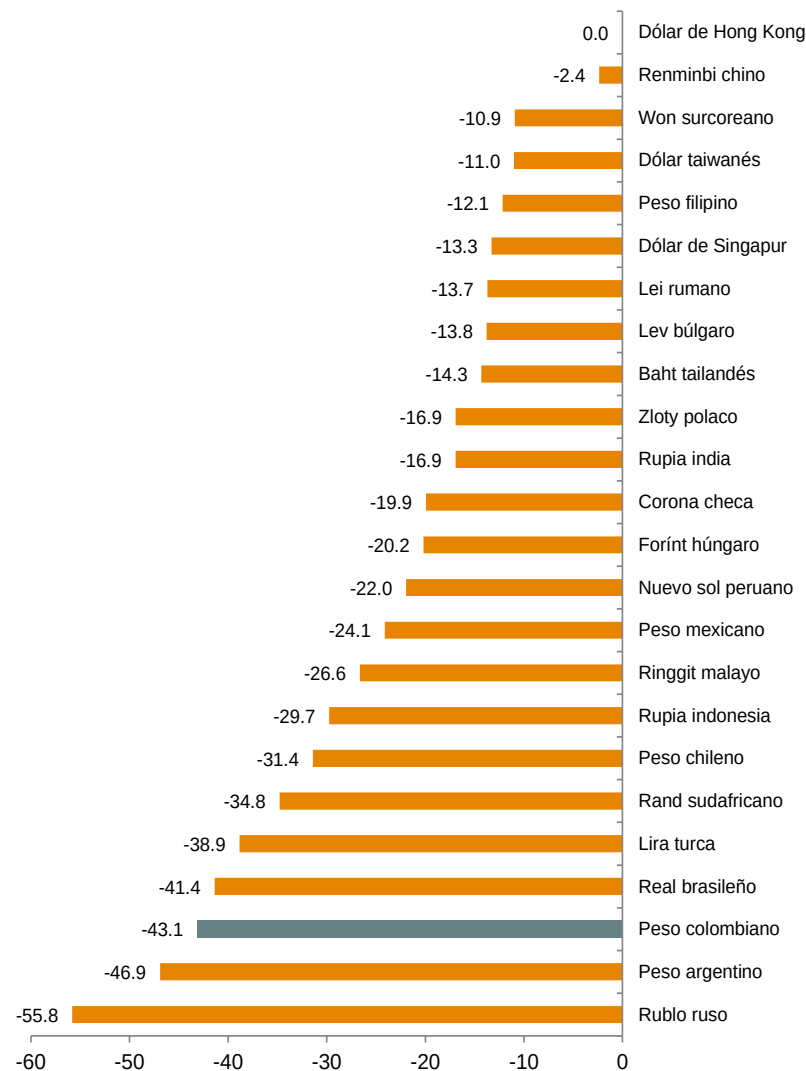


El COP es una de las monedas más depreciadas a nivel mundial desde 2013

**Comportamiento de monedas EM
(desde ene-13)**



**Comportamiento de monedas EM
(últimos doce meses)**



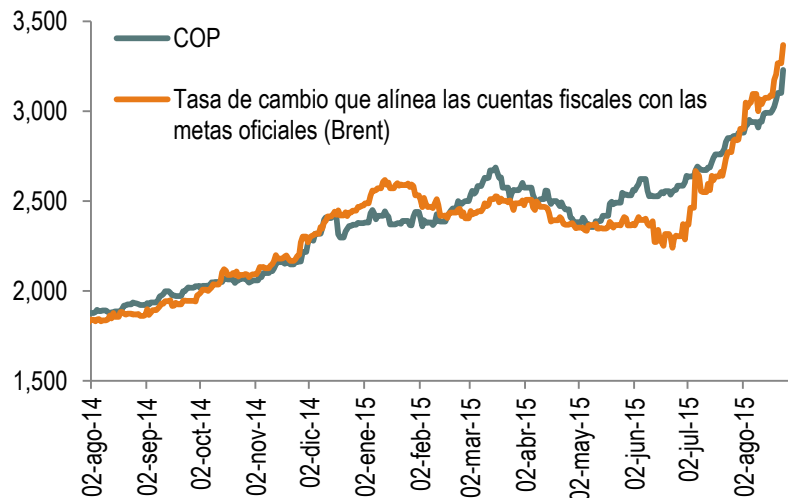
COP: los precios del petróleo siguen siendo determinantes.

Bajo el escenario base, la tasa de cambio debe corregir en el futuro

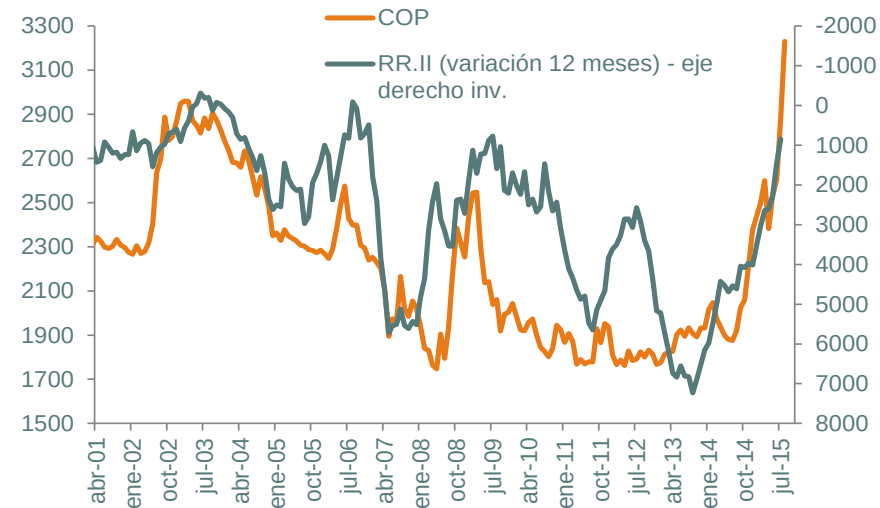
- Continuamos esperando, una convergencia de la tasa de cambio hacia COP 2,500 (i.e. desde 4T15 o 1S16 en adelante) en la medida en que:
 - i. Lo peor del impacto de menores precios del petróleo sobre las cuentas externas debería haber quedado atrás (a pesar de que las renovadas presiones a la baja en los precios del petróleo generan mayores riesgos sobre el lado de las exportaciones de la cuenta corriente, los niveles actuales de la tasa de cambio afectarán negativamente las importaciones en mayor medida que lo estimado anteriormente);
 - ii. Creemos que el mercado no ha incorporado los flujos potenciales del programa de infraestructura de 4G durante los próximos años;
 - iii. El modelo de sensibilidad de las cuentas fiscales sugiere que a un precio del Brent cercano a USD 60, que es esperado por el consenso en 1S16, la tasa de cambio que 'alinearía' las cuentas fiscales con las metas del gobierno es cercana a COP 2,500;
 - iv. La percepción de riesgo sobre Colombia permanece en niveles bajos en comparación con los estándares históricos; y,
 - v. Parece haber un consenso en que el incremento de tasas por parte de la Fed ya estaría incorporado.

COP y la tasa de cambio que 'ajusta' las cuentas fiscales

(1 USD de petróleo = COP 530 mil MM de ingresos; 10 pesos de TRM = COP 98 mil MM)



COP y Reservas Internacionales (COP, variación 12 meses – USD MM)

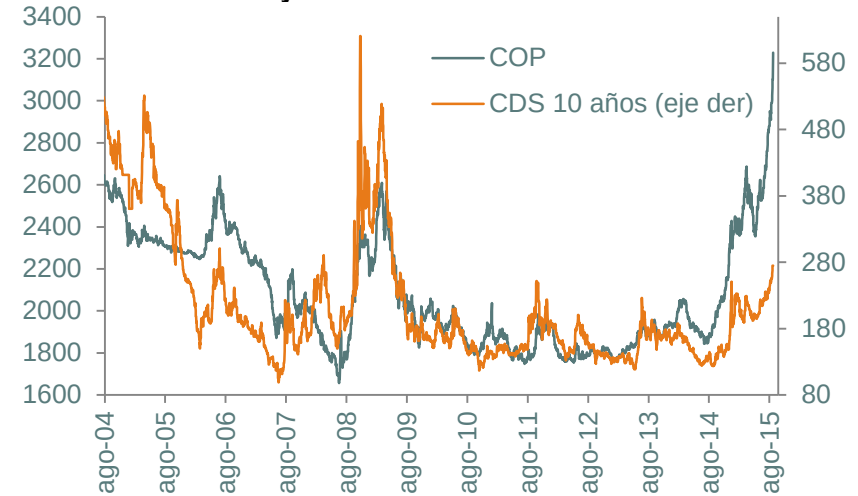


Nuestros análisis sugieren que la tasa de cambio promedio debería ubicarse cerca de COP 2,500 - 2,600 en 2016. La incertidumbre son, nuevamente, los precios del petróleo

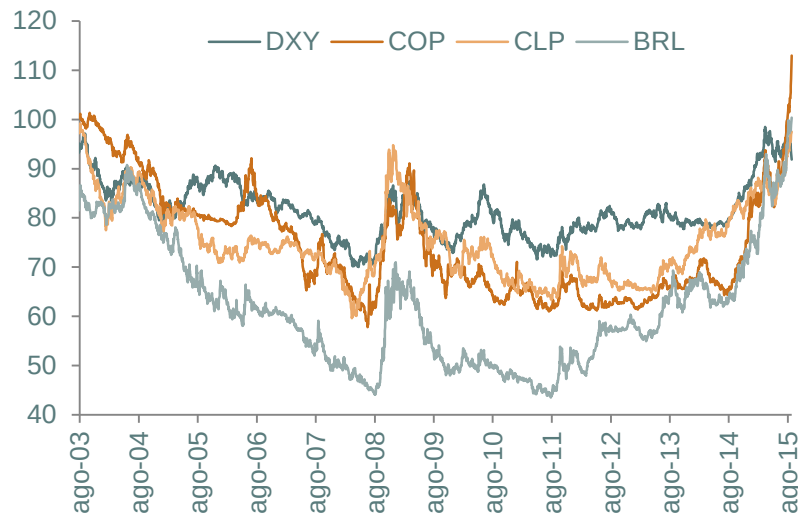
Indicadores de vulnerabilidad

	2002	2007	2014	2015F
RRII	10,844	20,955	47,328	47,639
Como % del PIB	11.1%	10.1%	12.5%	14.6%
Número de meses de importaciones de bienes y servicios	8.4	6.6	7.7	8.6
Deuda externa de CP (número de veces)	3.1	4.1	3.3	2.8
Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	2.3	1.9	1.4	1.3

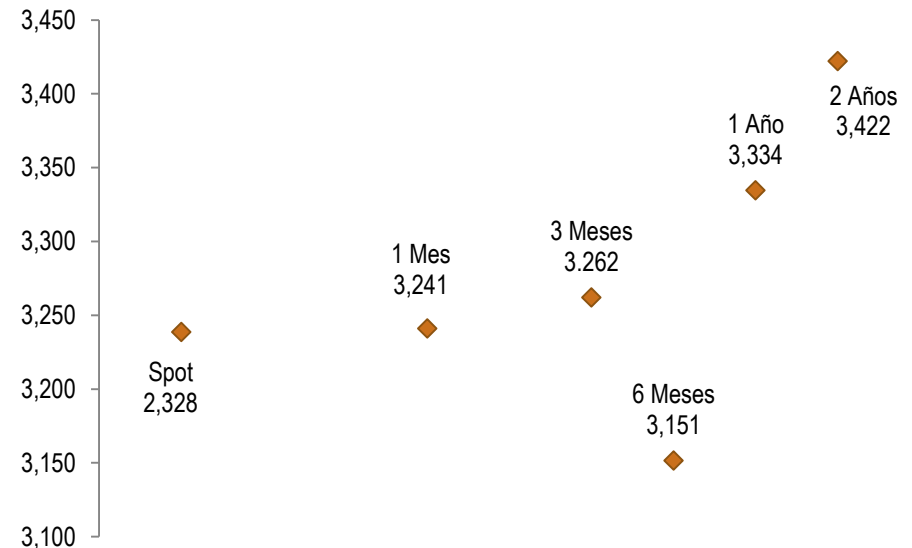
COP y el CDS a 10 años de Colombia



Desempeño del DXY, COP, CLP y BRL (2003 = 100)



Curva forward COP



Colombia: proyecciones Credicorp Capital

	2012	2013	2014/P	2015/P	2016/P
PIB corriente (USD MM)	370,053	378,170	377,698	313,032	320,417
PIB real (var. %)	4.0	4.9	4.6	3.0	3.0
Demanda Interna (var. %)	4.7	5.1	6.3	3.0	3.3
Consumo total (var. %)	4.8	5.0	4.7	2.8	2.9
Inversión Bruta / PIB	27.4	27.6	29.5	29.5	30.0
Inflación	2.4	1.9	3.5	4.5	3.2
Tasa de referencia (fin de año)	4.25	3.25	4.50	4.50	4.00
Tipo de cambio (fin de período)	1,767	1,932	2,377	2,600	2,500
Tipo de cambio (promedio)	1,797	1,869	2,002	2,600	2,600
Balance Fiscal SPC (% del PIB) 1/	0.3	-0.9	-1.8	-2.4	-2.4
Balanza comercial (USD MM)	4,023	3,180	-4,694	-10,298	-8,243
Exportaciones	60,125	60,281	56,982	40,276	42,854
Importaciones	56,102	57,101	61,676	50,574	51,097
Balanza en cuenta corriente (USD MM)	-11,834	-12,330	-19,549	-18,000	-15,420
(Como % del PIB)	-3.2	-3.2	-5.2%	-5.8%	-4.8%
Reservas Internacionales (USD MM)	37,474.1	43,625.0	47,328.0	47,363.0	48,980.0

Fuente: DANE, BanRep, Bloomberg, Estimaciones Credicorp Capital

1/ Sector Público Consolidado (SPC): corresponde al balance fiscal del gobierno incluyendo el SPNF

(GNC y Sector Descentralizado), el BanRep y el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras

(Fogafín).

RESEARCH ECONOMÍA

CHILE	COLOMBIA	PERÚ
Paulina Yazigi Gerente Research FI & Economista Jefe pyazigi@credicorpcapital.com # (562) 2450 1637	Daniel Velandia Gerente Research & Economista Jefe dvelandia@credicorpcapital.com # (571) 339 4400 Ext 1505	Carlos Prieto Gerente de Estudios Económicos carlosprietob@bcp.com.pe # (511) 205 9190 Ext 32605
Andrés Osorio Economista aosorio@credicorpcapital.com # (562) 2446 1760	Sergio Ferro Analista: Macro y Renta Fija sferro@credicorpcapital.com # (571) 339 4400 Ext 1609	Alfonso de la Torre Economista - Internacional adelatorren@bcp.com.pe # (511) 205 9190 Ext 37512
	Camilo Durán Economista caduran@credicorpcapital.com # (571) 339 4400 Ext 1383	Sixto Otoya Economista - Internacional sotoyac@bcp.com.pe # (511) 205 9190 Ext 33048
		Joao Ribeiro Economista - Perú jribeiros@bcp.com.pe # (511) 205 9190 Ext 36308
		Karla Farro Economista - Perú kfarro@bcp.com.pe # (511) 205 9190 Ext 37015

RESEARCH RENTA VARIABLE & RENTA FIJA

CHILE	COLOMBIA	PERÚ
Francisca Manuschevich Gerente Research Renta Variable fmanuschevich@credicorpcapital.com # (562) 2446 1798	Daniel Velandia Gerente Research & Economista Jefe dvelandia@credicorpcapital.com # (571) 339 4400 Ext 1505	Héctor Collantes Gerente Research Renta Variable hcollantes@credicorpcapital.com # (511) 205 9190 Ext 33052
Paulina Yazigi Gerente Research FI & Economista Jefe pyazigi@credicorpcapital.com # (562) 2450 1637	César Cuervo Gerente Research Renta Variable ccuervo@credicorpcapital.com # (571) 339 4400 Ext 1012	Fernando Pereda Analista Senior: Cemento y S. Públicos fpereda@credicorpcapital.com # (511) 205 9190 Ext 37856
Christopher DiSalvatore Analista Senior: Retail & Financieros cdisalvatore@credicorpcapital.com # (562) 2446 1724	Jaime Pedroza Analista Senior: Energía jpedroza@credicorpcapital.com # (571) 339 4400 Ext 1025	Iván Bogarín Analista Senior: Consumo y otros ibogarín@credicorpcapital.com # (511) 416 3333 Ext 33055
Arturo Prado Analista Senior: Recursos Naturales aprado@credicorpcapital.com # (562) 2450 1688	Juan C. Domínguez Analista Senior: Bancos jcdominguez@credicorpcapital.com # (571) 339 4400 Ext 1026	Tamara Vasquez Asistente de Research tamaravasqueza@credicorpcapital.com # (511) 416 3333 Ext 37946
Andrés Ossa Analista: Telecom & Energía aossa@credicorpcapital.com # (562) 2651 9332	Carlos Rodríguez Analista GEA cerodriguez@correval.com # (571) 339 4400 Ext 1365	Irvin León Analista Senior de Renta Fija ileon@credicorpcapital.com # (511) 416 3333 Ext 37854
Tomás Sanhueza Analista de Research tsanhueza@credicorpcapital.com # (562) 2446 1751	Sebastián Gallego Analista Oil and Gas sgallego@credicorpcapital.com # (571) 339 4400 Ext 1594	Alberto Zapata Analista de Renta Fija azapata@credicorpcapital.com # (511) 205 9190 Ext 36018
M. Pilar González Analista: Transporte mpgonzalez@credicorpcapital.com # (562) 2446 1768	Sergio Ferro Analista Macro y Renta Fija sferro@credicorpcapital.com # (571) 339 4400 Ext 1609	
Felipe Lubiano Analista Senior Renta Fija flubiano@credicorpcapital.com # (562) 2651 9308	Camilo Durán Economista caduran@credicorpcapital.com # (571) 339 4400 Ext 1383	
Paulina Valdivieso Analista Renta Fija pvaldivieso@credicorpcapital.com # (562) 2651 9337	Margarita Chiquiza Practicante mchiquiza@credicorpcapital.com # (571) 339 4400 Ext 1648	
Lourdes Alamos Asistente de Research lalamos@credicorpcapital.com # (562) 2450 1609	Daniel Fernando Giraldo Practicante research@credicorpcapital.com # (571) 339 4400 Ext 1021	

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.