

La economía colombiana en 2016: aterrizaje controlado en medio de una alta incertidumbre

Principales Tendencias

- Se espera que la economía global esté marcada por la desaceleración productiva y la volatilidad en los mercados financieros
- Ratificamos nuestra expectativa de crecimiento económico de 2016 en 2,6%
- El déficit en cuenta corriente seguiría reduciéndose, pero su corrección no será suficiente para mitigar los riesgos externos
- Debido a la reducción en los gastos, el déficit del Gobierno Nacional en 2016 cumpliría con el nivel objetivo de 3,6% del PIB
- El desempleo repuntaría levemente durante el presente año
- Revisamos nuestro pronóstico de variación del IPC para 2016 desde 4,4% hasta 5,4%, debido a la persistencia de los choques inflacionarios
- El ciclo alcista de la tasa repo estaría acercándose a su fin, y esta se mantendría estable en 7% durante el resto del año
- A pesar de que los riesgos se han moderado, los desafíos fiscales y la volatilidad global seguirían condicionando a los TES
- Revisamos a la baja nuestra estimación de tasa de cambio promedio para 2016 de \$3.340 a \$3.180

Juan Pablo Espinosa Arango
Gerente de Investigaciones Económicas

Alexander Riveros Saavedra
Economista Senior

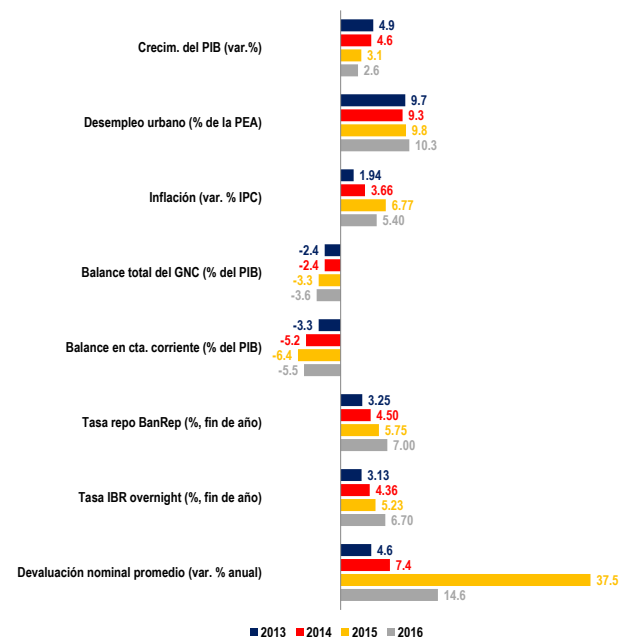
Arturo González Peña
Analista de Banca Central y Sistema Financiero

Henry Alexander Otero Giraldo
Analista Internacional y de Mercados

Julián Felipe Huertas Espitia
Estudiante en Práctica

Sebastián Rocha Cadavid
Estudiante en Práctica

Resumen de principales variables



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE, Banco de la República.

Entorno Internacional

Se espera que la economía global esté marcada por la desaceleración productiva y la volatilidad en los mercados financieros

Las proyecciones de crecimiento mundial fueron revisadas nuevamente a la baja. En su último informe de perspectivas económicas globales (WEO, por sus siglas en inglés) el Fondo Monetario Internacional (FMI) redujo sus expectativas de crecimiento global, de 3,4% a 3,2% para este año y de 3,6% a 3,5% para 2017. Teniendo en cuenta que el PIB mundial creció 3,1% en 2015, estas proyecciones implican que la actividad productiva tendría una aceleración casi nula este año. También es de resaltar que, pese a la recuperación prevista para 2017, el desempeño de la economía global seguiría siendo modesto, si se tiene en cuenta que el crecimiento promedio en lo que va del siglo es de 3,9%.

Para el FMI, la actividad productiva estaría impulsada por los países emergentes. La variación del PIB de este grupo pasaría de 4% el año anterior a 4,1% en 2016 y 4,6% en 2017. El desempeño del mundo en desarrollo estará condicionado por la persistente moderación en el crecimiento de China, país que continuará en su proceso de reconfiguración económica hacia el consumo interno, y que se acerca a variaciones del PIB de 6%. Por su parte, los productores de materias primas continuarán lidiando con la caída de sus ingresos nacionales por cuenta del deterioro de los términos de intercambio. El panorama para América Latina sigue siendo poco alentador. El organismo multilateral estima para este año un decrecimiento de 0,5%, que en buena medida resultaría de la fuerte contracción prevista para Brasil (-3,8%).

Al igual que lo previsto a principios de año, EE.UU. seguiría liderando el crecimiento en el mundo desarrollado, aunque perdería tracción. De acuerdo con el FMI, el crecimiento de las economías desarrolladas continuaría siendo modesto. Estos países se habrían expandido 1,9% en 2015, y crecerían este año 1,9% (revisado desde 2,1%) y 2% el próximo año. Los países industrializados continuarían beneficiados por los bajos precios de las materias primas energéticas y unas condiciones monetarias altamente acomodaticias.

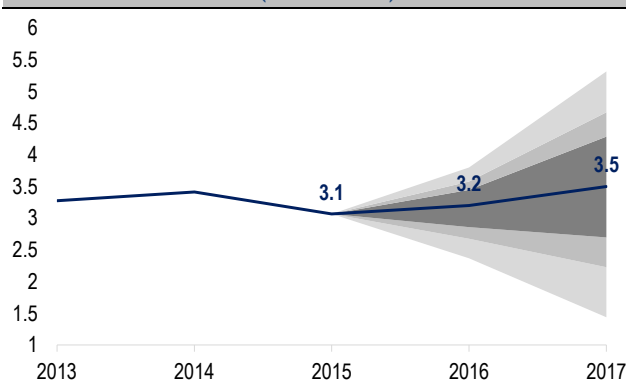
La economía estadounidense seguiría soportada por el mercado laboral sólido, el desempeño favorable del sector inmobiliario y el fortalecimiento de las hojas de balance. En contraste, la apreciación del dólar y la menor inversión en el sector energético podrían afectar su crecimiento. En suma, la perspectiva central es que la variación del PIB estadounidense en 2016 esté sobre el mismo nivel de 2,4% observado el año pasado.

Gráfica 1. Perspectivas de crecimiento del FMI (WEO abril de 2016, var. % anual)

Región	Proyecciones Ene. 2016		Proyecciones Abr. 2016		Diferencia pronósticos Enero 2016 - Abril 2016	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017
Mundial	3.4%	3.6%	3.2%	3.5%	-0.2%	-0.1%
Economías Avanzadas	2.1%	2.1%	1.9%	2.0%	-0.2%	-0.1%
EE.UU.	2.6%	2.6%	2.4%	2.5%	-0.2%	-0.1%
Eurozona	1.7%	1.7%	1.5%	1.6%	-0.2%	-0.1%
Alemania	1.7%	1.7%	1.5%	1.6%	-0.2%	-0.1%
Francia	1.3%	1.5%	1.1%	1.3%	-0.2%	-0.2%
Italia	1.3%	1.2%	1.0%	1.1%	-0.3%	-0.1%
España	2.7%	2.3%	2.6%	2.3%	-0.1%	0.0%
Japón	1.0%	0.3%	0.5%	-0.1%	-0.5%	-0.4%
Emergentes y en Dicho	4.3%	4.7%	4.1%	4.6%	-0.2%	-0.1%
China	6.3%	6.0%	6.5%	6.2%	0.2%	0.2%
India	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	0.0%	0.0%
Latam y el Caribe	-0.3%	1.6%	-0.5%	1.5%	-0.2%	-0.1%

Fuente: Grupo Bancolombia, FMI.

Gráfica 2. Escenarios de crecimiento para la economía global (var. % anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, FMI.

ACTUALIZACIÓN DE PROYECCIONES ECONÓMICAS - 2T16

Abril de 2016

En la Zona Euro se espera una leve recuperación, mientras que Japón afrontará retos crecientes. En el caso del bloque europeo, las perspectivas para este y el próximo año son ligeramente más optimistas, gracias a las medidas expansivas desplegadas por la autoridad monetaria y una política fiscal menos restrictiva. Para la economía japonesa las perspectivas para 2017 son negativas, debido al impacto negativo del aumento en la tarifa del impuesto al consumo y la tendencia de fortalecimiento del yen.

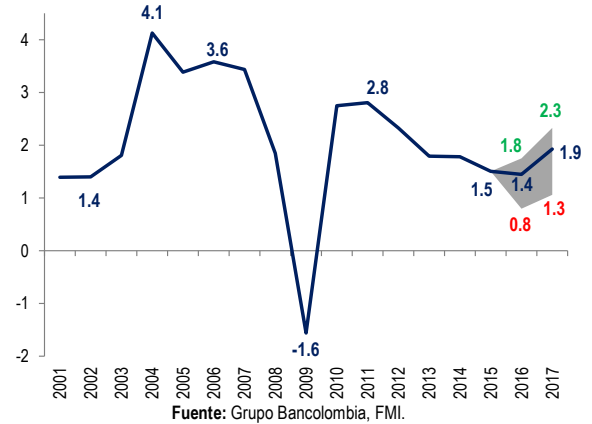
En este entorno, el crecimiento promedio de los socios comerciales de Colombia seguiría desacelerándose. Los pronósticos del FMI sugieren que en las economías con las que Colombia tiene un mayor flujo de comercio persistirá la tendencia de menor crecimiento del PIB que empezó en 2012 (ver gráfica 3). Lo anterior lleva a prever que la demanda externa por bienes colombianos seguirá débil, pese a que la depreciación de la tasa de cambio real ha hecho que los precios de los mismos sean más atractivos. Como veremos más adelante, este es un factor crucial para prever que el potencial de crecimiento de las exportaciones colombianas será limitado.

Las presiones inflacionarias seguirían estando contenidas. En efecto, de acuerdo con el FMI la variación de los precios al consumidor para el agregado mundial sería este año similar a la observada en 2015 (2,9%). En las economías desarrolladas las lecturas inflacionarias permanecerían por debajo de las metas de las autoridades monetarias, en buena medida por el efecto a la baja que han ejercido los precios de los bienes energéticos en los primeros meses del año. Para la economía estadounidense se advierte una mayor aceleración de los precios, debido a que se encuentra en una situación cercana al pleno empleo. Por su parte, en el mundo emergente la tendencia de los precios será más disímil. En los países que han experimentado fuertes depreciaciones el traspaso de esta a los precios finales posiblemente continúe, mientras que en los demás las brechas de producto negativas implicarán menores presiones de precios.

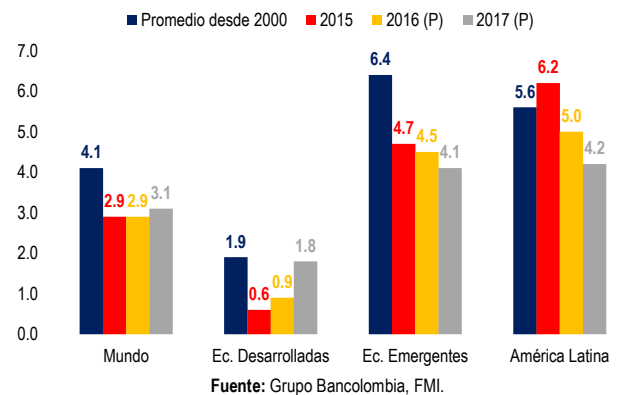
El ritmo de normalización de la política monetaria en EE.UU. es incierto. Al igual que lo advertimos en nuestro reporte anterior, después del incremento en la tasa de los fondos federales efectuada por el FED a finales de 2015 el momento y magnitud de los siguientes incrementos es un interrogante.

De una parte, la tendencia al alza en la inflación básica y el desempeño sólido del mercado laboral serían razones para que se materialicen más aumentos en 2016.

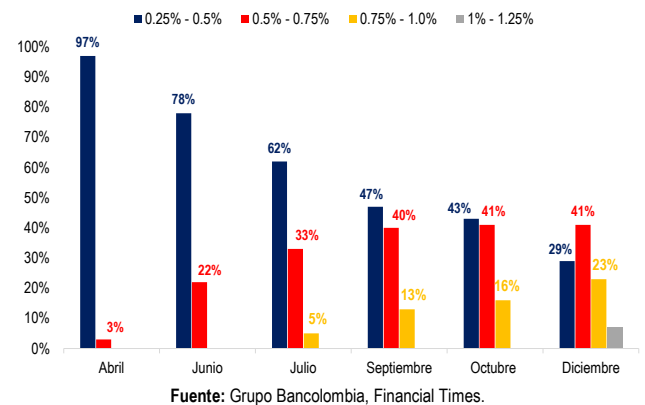
Gráfica 3. Crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia (var.% anual)



Gráfica 4. Inflación al consumidor a nivel global (var. % anual)



Gráfica 5. Probabilidad implícita en el mercado OIS de rango en la tasa de los fondos federales por reunión del FOMC



ACTUALIZACIÓN DE PROYECCIONES ECONÓMICAS - 2T16

Abril de 2016

De otro lado, la revisión a la baja en las perspectivas de crecimiento, las políticas ultra expansivas desplegadas por otros bancos centrales en el mundo desarrollado, los riesgos globales y la volatilidad de los mercados financieros son consideraciones que pueden llevar a que el FED mantenga la cautela en sus decisiones venideras. **Al balancear estos factores, en nuestro escenario base contemplamos un incremento en la tasa de los fondos federales en el segundo semestre del año, en línea con la expectativa implícita actual en los mercados de derivados (gráfica 5).**

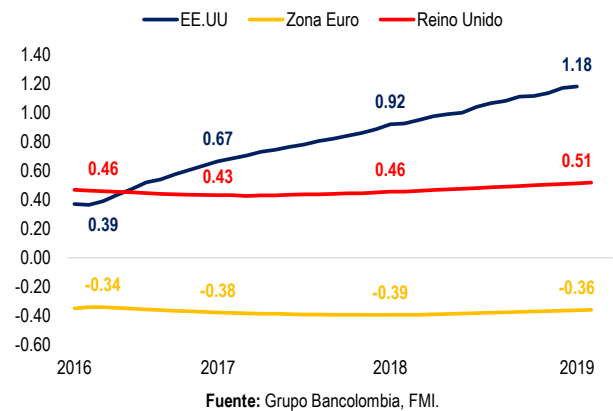
Las condiciones financieras globales experimentarían grandes fluctuaciones. Creemos que una de las características más importantes del entorno externo para Colombia en el futuro previsible serán los cambios súbitos de tendencia en los mercados financieros, en lo que se suele denominar como fenómeno *risk-on risk-off*. En este, periodos de alta incertidumbre y aversión al riesgo que conducen a desvalorizaciones generalizadas en los principales activos (como en agosto o enero pasados) dan paso a fases de aumento en el apetito por riesgo y recuperaciones marcadas de los precios, tal como está ocurriendo en el momento de publicar este informe.

Esta incertidumbre en los mercados es el resultado de una mezcla de factores. Entre los más importantes están la desconexión entre los fundamentales y los precios de los activos financieros por cuenta del activismo de los bancos centrales después de la crisis de 2008, el aumento de las negociaciones por medio de programación algorítmica, la mayor proporción de agentes especulativos en diferentes mercados, la reducción en la liquidez secundaria y el aumento en los niveles de apalancamiento de los participantes de mercado.

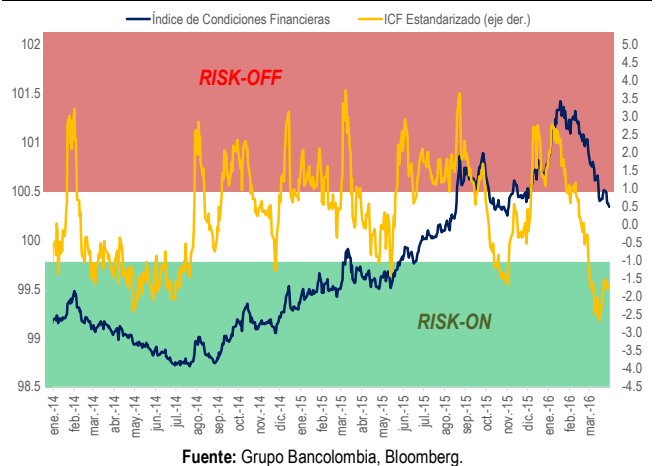
Si asumimos que estos factores no van a desaparecer en el futuro previsible, que los efectos negativos de las políticas monetarias expansivas en el mundo desarrollado se revelarán y que los riesgos económicos continuarán siendo apreciables, concluimos que la continuidad de la recuperación actual de los mercados está en entredicho, y que en el futuro es posible volver a periodos de *risk-off*. En ese sentido, las proyecciones de las variables financieras que incluimos en este reporte tienen un sesgo bajista, el cual responde a la posibilidad de tal cambio de tendencia, y a la incertidumbre que se deriva de operar en un régimen con una naturaleza tan volátil.

Revisamos nuestro escenario base de precio promedio del petróleo WTI de US\$30 a US\$35,6 por barril. Después del marcado descenso que sufrieron al comienzo del año, en los últimos dos meses las cotizaciones del crudo han presentado una recuperación significativa.

Gráfica 6. Expectativas de tasa de interés de referencia en economías desarrolladas seleccionadas (% anual)



Gráfica 7. Índice de Condiciones Financieras de Goldman Sachs (valor del índice y comportamiento estandarizado)



ACTUALIZACIÓN DE PROYECCIONES ECONÓMICAS - 2T16

Abril de 2016

De hecho, al momento de publicar este informe la referencia WTI alcanzó su máximo en lo que va del año (US\$45 por barril). Este repunte ha sido el resultado tanto de factores fundamentales como técnicos.

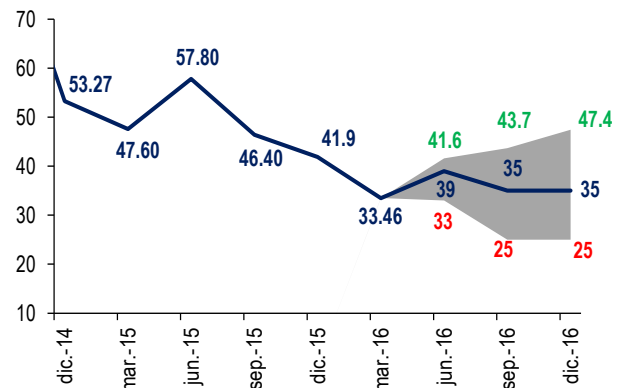
Entre los primeros se destaca un cambio en la tendencia de aumento de la oferta fuera de los países de la OPEP, especialmente en EE.UU. La disminución de las últimas semanas en estos volúmenes ha sido asociada a la reducción en la inversión por parte de las compañías petroleras, así como al estrés financiero al que están sometidos los operadores con hojas de balance más débiles. Por su parte, los factores técnicos incluyen el cierre de posiciones cortas, el posicionamiento de agentes especulativos y la consolidación de una tendencia alcista. A lo anterior se suman los continuos rumores acerca de un posible acuerdo entre países productores para limitar la oferta de crudo.

A pesar de que la perspectiva de precios del petróleo de la mayoría de agentes es positiva, nuestro escenario base para el resto del año es cauteloso. De hecho, nuestras proyecciones asumen que el promedio de la referencia WTI en el segundo semestre se ubicaría en US\$35 por barril, que corresponde al pronóstico más reciente de la Administración de Información de Energía de EE.UU. y a la parte baja del rango de estimaciones de los analistas consultados por Bloomberg.

A nuestro juicio, los niveles esperados por debajo de US\$40 reflejan el hecho de que el aumento reciente de los precios puede estimular de nuevo la producción de crudo fuera de la OPEP, al tiempo que podría afectar la demanda en los países consumidores. Lo anterior llevaría a que la incipiente corrección de la sobreproducción que ha afectado al mercado petrolero en los últimos años se reverse. A esto se sumaría el hecho de que en la práctica es limitada la posibilidad de que se concrete un acuerdo creíble y verificable de congelamiento de la producción entre los miembros de la OPEP y Rusia.

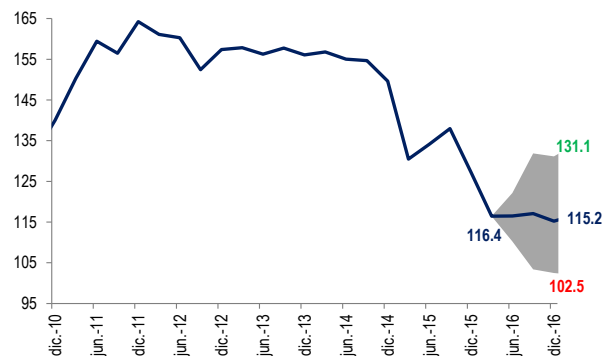
Con el nuevo escenario de precios del petróleo, el descenso en los términos de intercambio sería un poco más moderado. Como se aprecia en la gráfica 9, al actualizar las proyecciones de los precios del petróleo y otras materias primas la caída prevista en el índice de términos de intercambio en 2016 sería de 9,5% en el escenario base. Con ello, el descenso acumulado de este indicador desde el máximo observado a finales de 2011 sería de 30%. Esto representaría uno de los choques externos más pronunciados y persistentes en la historia reciente de la economía colombiana.

Gráfica 8. Precio promedio del petróleo WTI (US\$ por barril)



Fuente: Grupo Bancolombia, Bloomberg, AIE.

Gráfica 9. Índice de términos de intercambio para Colombia y proyectado (según datos de IPP, 2000=100)



Fuente: Grupo Bancolombia, Banco de la República, Bloomberg.

Actividad Real

Ratificamos nuestra expectativa de crecimiento económico de 2016 en 2,6%

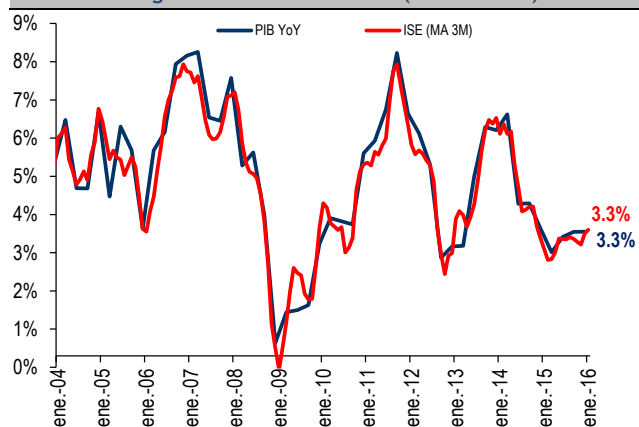
En línea con nuestra proyección, la economía se expandió 3,1% en 2015. En el primer semestre de 2015 la actividad productiva creció 2,9%, y en la segunda mitad lo hizo al 3,2%. A pesar de la leve aceleración observada a lo largo del año, la variación del PIB en todo 2015 fue menor a la contabilizada en 2014 (4,4%). Lo anterior refleja el efecto de la caída en los términos de intercambio que ha afectado al país desde hace casi dos años, la cual ha impactado desfavorablemente el ingreso nacional y ha restado dinámica a la demanda interna, que es principal motor de nuestra economía.

Los indicadores adelantados sugieren que en el arranque de 2016 la economía mantuvo un ritmo de expansión similar al del final de 2015. En efecto, las cifras de comercio, industria y crédito señalan que el ritmo de expansión podría haberse mantenido en torno al 3,1% en el 1T16. Esto demuestra que, pese a que la confianza de los hogares está afectada y que las condiciones en los mercados financieros han sido muy volátiles, la actividad productiva en el país sigue dinámica.

Ratificamos nuestra expectativa de crecimiento de 2,6% 2016, debido a que los riesgos lucen balanceados. En la evaluación del entorno externo que planteamos en nuestro informe anterior, señalábamos como tendencias relevantes los bajos precios del petróleo, la menor expansión de los socios comerciales del país y la debilidad del peso en medio de las mayores tasas de interés en EE.UU. A estas tendencias, que se mantienen con algunas revisiones, se suman el decrecimiento más pronunciado de América Latina, la revisión en la perspectiva de calificación soberana por parte de Standard & Poor's, los continuos episodios de estrés financiero en China y una política monetaria más acomodaticia en las economías de gran tamaño.

Esta mezcla de desafíos, junto con las acciones de política monetaria y fiscal, llevaría a la economía a un estadio de menor crecimiento a medida que transcurre el año. Esto supone que el país va a seguir ajustándose de manera ordenada a un entorno externo sin vientos de cola, así como a los efectos de segunda ronda por cuenta del descenso de los precios del petróleo. No obstante, es importante mencionar que este proceso de transición ha venido acompañado y seguirá marcado por una alta incertidumbre. Esto se debe a que los choques externos han generado no solo afectaciones cíclicas sino también estructurales. Entre otros, esto supone cambios en el crecimiento potencial, en el acervo de capital, en la composición sectorial y en los niveles de precios de la economía.

Gráfica 10. Crecimiento del PIB y del Indicador de Seguimiento a la Economía (var. % anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

ACTUALIZACIÓN DE PROYECCIONES ECONÓMICAS - 2T16

Abril de 2016

Esperamos que la demanda interna modere su crecimiento frente a 2015. A pesar de que en esta actualización de proyecciones revisamos el crecimiento de la demanda interna desde 2,7% hasta 2,9% para este año, esta cifra representa una menor expansión frente a 2015 (3,6%). Seguimos esperando que, dentro de los tres componentes de la demanda interna, la mayor desaceleración esté en el consumo público, por efecto del ajuste en el presupuesto nacional generado por la caída en la renta petrolera.

Por su parte, a pesar de que el crecimiento del consumo privado sería menor que el del año anterior, lo revisamos al alza desde 2,6% hasta 2,9%. Esto, en la medida en que el ingreso disponible para la adquisición de bienes no durables y servicios se puede impactar favorablemente a raíz de la moderación en la compra de bienes durables. Con respecto a la inversión, que hace apenas dos años se expandía a tasas de dos dígitos, consideramos que pasaría de crecer 2,6% en 2015 a 2,9% en 2016. Revisamos a la baja este pronóstico, en la medida en que la ejecución de proyectos 4G y el repunte de la industria se compensarían con un menor crecimiento de la inversión en vivienda, mayores costos de financiamiento y una alta carga tributaria para las empresas.

Mantenemos la expectativa de que el sector externo contribuirá positivamente al crecimiento. Ello, por cuenta de un crecimiento esperado de 1,7% en las exportaciones y de -3,1% en las importaciones. Vale la pena mencionar que para las ventas al exterior revisamos la expectativa al alza desde 1,5% y en las importaciones a la baja desde -2,0%. Como explicaremos más adelante, esto se debe a que las exportaciones tradicionales seguirán en terreno negativo este año, y a que las importaciones seguirán cayendo por la depreciación del tipo de cambio y la menor solidez de la demanda interna.

A nivel sectorial, la industria jalonará el crecimiento en 2016. En 2015 la industria creció 1,3%, gracias al impulso que al cierre del año empezó a generar la reapertura de la Refinería de Cartagena. Además, la depreciación del tipo de cambio ha contribuido a que la producción nacional gane atractivo en precio frente a las materias primas y los bienes intermedios extranjeros, lo cual se ha traducido en una recuperación de varios segmentos industriales. Por lo anterior, en 2016 hemos revisado la perspectiva de crecimiento del sector manufacturero desde 4,2% hasta 6,9%.

Esperamos que la construcción sea un sector con buen dinamismo en 2016. No obstante, estimamos que el crecimiento de las edificaciones (2,46%) sería menor que el de las obras civiles (4,7%).

Tabla 1. Crecimiento del PIB trimestral - demanda (var. % anual)

RUBRO	2014	mar-15	jun-15	sep-15	dic-15	2015	2016 Ant.	2016
Producto Interno Bruto	4.4	2.7	3.1	3.2	3.3	3.1	2.6	2.6
Importaciones totales	7.8	12.3	-0.7	7.4	-2.9	3.9	-2.0	-3.5
Hogares	4.2	4.3	3.8	4.4	3.3	3.9	2.6	2.7
Gobierno	4.7	1.9	2.2	3.3	4.0	2.8	1.5	1.5
Formación bruta de capital	11.6	6.5	0.8	3.4	0.2	2.6	3.0	2.9
Subtotal: demanda interna	6.0	4.4	3.1	4.2	2.6	3.6	2.7	2.8
Exportaciones totales	-1.3	4.1	-0.2	-5.2	-1.0	-0.7	1.5	1.8

Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

ACTUALIZACIÓN DE PROYECCIONES ECONÓMICAS - 2T16

Abril de 2016

El menor desempeño del subsector edificador sería el resultado de la disminución en la disposición a comprar vivienda, el aumento en la inflación, el deterioro del mercado laboral y los mayores costos de financiación. Entre tanto, las obras civiles estarían impulsadas por los proyectos de infraestructura correspondientes a la primera ola de 4G.

Varios sectores exhibirían un bajo dinamismo. Es importante reconocer que la evolución del clima podría restar dinamismo a otros sectores. Es el caso de la agricultura y la energía, sobre los cuales prevemos que el efecto del fenómeno de El Niño reste dinamismo en los primeros trimestres del año. No obstante, se observará un desempeño positivo en café, cuya producción en el 1T15 creció 7,52% anual y en el 1T16 aumentó 8,88%, gracias a la depreciación cambiaria y a la mayor productividad de los nuevos cultivos. De otro lado, la minería continuaría afectada por los recortes en la inversión y por los bajos precios internacionales de la mayoría de estos productos. Como consecuencia, este sector se contraería 0,7% el presente año.

Los servicios se mantendrían en desaceleración. En este grupo de actividades productivas, que representa más de la tercera parte del PIB, se sentirán los efectos de la moderación en la demanda interna. En particular, continuamos pronosticando que los servicios financieros pasen de crecer 4,3% en 2015 a 3,3% en 2016, lo que se explica por un crecimiento más moderado del crédito. Los servicios no financieros, en los que la dinámica del gasto público es importante, pasarían de crecer 2,9% en 2015 a 1,1% este año. Tal desaceleración sería congruente con los ajustes de gasto anunciados por el Gobierno Nacional bajo el compromiso de cumplir con su meta de déficit de 3,6% del PIB para este año.

Estimamos que el comercio, que creció 4,2% en 2015, perdería tracción este año. La menor tasa de expansión del sector comercial tendría su origen en el encarecimiento de los bienes durables importados, el aumento en las tasas de los créditos de consumo y una menor intención de compra por parte de los hogares. Entre tanto, el rubro de transporte, almacenamiento y comunicaciones crecería a un ritmo cercano al observado en 2015.

La materialización de un entorno externo más adverso podría llevar al crecimiento a un nivel inferior al esperado en el escenario base. Mantenemos el escenario pesimista para la actividad productiva como lo planteamos en nuestro reporte previo. En él mencionamos que el crecimiento económico en 2016 podría reducirse hasta 1,8%. Tal escenario sería el resultado de un deterioro marcado en los mercados internacionales, en el que los precios del crudo reanuden sus caídas y el peso vuelva a depreciarse. En tal contexto, el financiamiento externo del país podría reducirse, lo que conduciría a un ajuste más drástico de la demanda agregada.

Tabla 2. Crecimiento del PIB trimestral - oferta
(var. % anual)

RUBRO	Part.%	2013	2014	2015	2016 ant	2016
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	6.2%	6.5%	3.1%	3.3%	2.2%	1.8%
Explotación de minas y canteras	7.1%	5.0%	-1.1%	0.7%	-1.1%	-0.7%
Industrias manufactureras	11.0%	0.9%	0.7%	1.3%	4.2%	6.9%
Suministro de electricidad, gas y agua	3.5%	3.0%	3.4%	2.9%	2.1%	1.5%
Construcción (incluye IOC y Edificaciones)	7.3%	11.5%	10.5%	4.0%	4.8%	3.6%
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	12.2%	4.5%	5.1%	4.2%	2.3%	2.4%
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	7.2%	3.3%	4.7%	1.4%	2.1%	1.3%
Establecimientos financieros, seguros, actividades inmobiliarias y servicios a las empresas	20.2%	4.6%	5.7%	4.3%	3.5%	3.3%
Servicios sociales, comunales y personales	15.4%	5.9%	5.2%	2.9%	1.1%	1.1%
Impuestos	9.9%	4.0%	5.6%	4.0%	2.9%	2.4%
PIB total	100%	4.9%	4.4%	3.1%	2.6%	2.6%

Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

En un escenario optimista, en las que las condiciones externas sostuviesen su mejora reciente, el crecimiento económico sería similar al de 2015. En efecto, un crecimiento de 3,1% en 2016, en línea con lo observado el año pasado, podría materializarse si a nivel externo los precios del petróleo consolidasen sus ganancias recientes y las condiciones financieras globales siguiesen en recuperación. A nivel interno, los supuestos de este escenario serían una ejecución más acelerada de los proyectos 4G, una recuperación más pronunciada de la industria, un menor deterioro del mercado laboral y un repunte de la confianza de los consumidores.

Mantenemos estable en 2,9% la perspectiva de crecimiento para el próximo año. Esta previsión se explica porque la economía continuaría su ajuste gradual a un contexto de menores términos de intercambio, y porque los sectores transables, especialmente la industria, consolidarían su recuperación gracias a la mayor competitividad que trae la depreciación real.

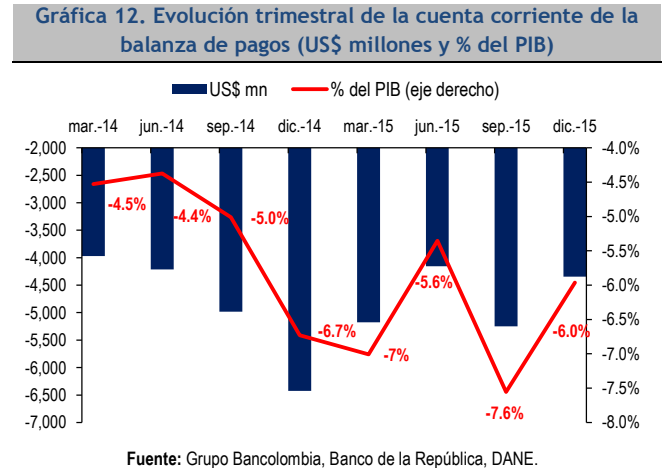
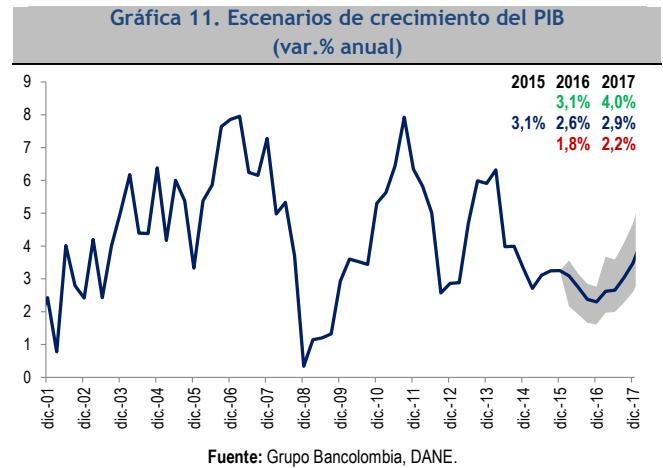
Así mismo, como lo manifestamos en el informe anterior, la capacidad de ejecución de las obras de infraestructura (especialmente la segunda y tercera olas de los proyectos 4G), así como la contribución al crecimiento de la eventual firma del acuerdo de paz y la recomposición sectorial hacia actividades de mayor valor agregado, permitirían que en el mediano plazo el crecimiento potencial de la economía recupere parte del terreno perdido con la caída de los términos de intercambio de los últimos años.

Sector Externo

El déficit en cuenta corriente seguiría reduciéndose, pero su corrección no será suficiente para mitigar los riesgos externos

Al cierre de 2015 el desbalance en cuenta corriente se redujo. En efecto, el resultado para el último trimestre del año anterior fue de -US\$4.343 millones (6% del PIB), cifra que se compara favorablemente con los -US\$6.424 millones (6,7% del PIB) observados un año atrás y con los -US\$5.250 millones del 3T15 (7,6%). Con estos resultados, la cuenta corriente de la balanza de pagos arrojó en 2015 un saldo de -US\$18.925 millones. A pesar de que como proporción del PIB es el déficit más alto en la historia del país (6,4%), su valor absoluto en dólares fue inferior al resultado de 2014 (-US\$19.593 millones) y a nuestro pronóstico (-US\$19.958 millones).

La corrección en el desbalance externo al cierre del año pasado es atribuible a una reducción en el déficit de bienes y servicios, desde -US\$5.335 millones en el 4T14 a -US\$4.914 millones en el 4T15.



ACTUALIZACIÓN DE PROYECCIONES ECONÓMICAS - 2T16

Abril de 2016

Lo anterior, debido a que la debilidad de las exportaciones fue compensada por una menor dinámica de las importaciones. Además, se presentó una marcada disminución en los pagos netos de renta factorial, los cuales descendieron de US\$2.389 millones en el último cuarto de 2014 a tan solo US\$700 millones en el 4T15. Dicho comportamiento refleja una caída en el pago de rentabilidades al exterior, en particular de las compañías del sector minero-energético.

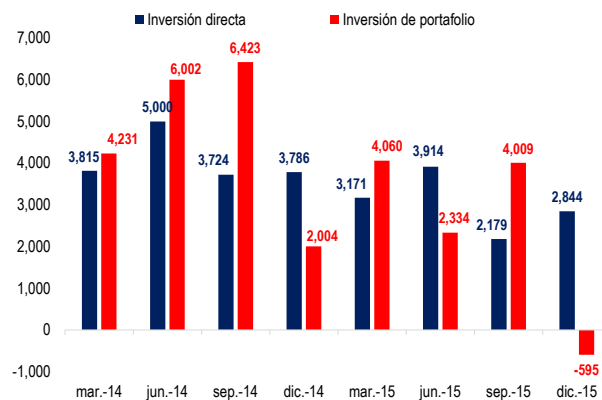
Por su parte, las entradas de capital se moderaron trimestralmente. Es así como la cuenta financiera (excluyendo activos de reserva) registró en el 4T15 entradas netas de capital por US\$4.232 millones, lo que representa un descenso de US\$2.800 millones frente a lo observado en el último cuarto del año anterior. En particular, se apreciaron caídas anuales de 130% y 25% en las entradas de inversión de portafolio y directa, respectivamente. Parte de estos descensos se compensó con un menor ritmo de inversión de agentes locales en el exterior. Con lo anterior, los flujos totales de la cuenta financiera (excluyendo activos de reserva) pasaron de US\$24.273 millones (6,4% del PIB) en 2014 a US\$19.617 millones (6,7% del PIB) en 2015.

Nuestras proyecciones sugieren que este año el déficit comercial tendría un ajuste más marcado. De hecho, después de cerrar el año anterior en US\$15.460 millones (el más abultado en la historia del país) proyectamos que en 2016 el déficit comercial será de US\$12.331 millones, inferior a nuestro anterior pronóstico de US\$15.204 millones. Esto equivaldría a una reducción de 20,2%, cuando en nuestras estimaciones anteriores el ajuste contemplado era de apenas 3,5%.

Nuestro nuevo escenario asume que este año el valor de las exportaciones seguirá cayendo, aunque a un menor ritmo. En efecto, estimamos que las exportaciones tradicionales caerán este año 27,8% hasta US\$15.631 millones, superior a nuestro anterior pronóstico (US\$14.886 millones). Esta revisión refleja el ajuste al alza en los precios del petróleo, así como una reducción menos pronunciada de las ventas al exterior de carbón y ferroniquel (ver tabla 3). En lo que respecta a las exportaciones no tradicionales, revisamos a la baja su variación para este año desde 5% hasta 2,4% como resultado de la desaceleración de los principales socios comerciales del país y la menor depreciación nominal.

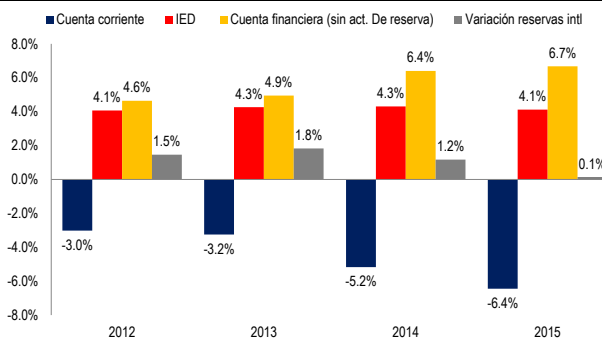
En cualquier caso, vale la pena resaltar que la caída en el precio de las materias primas ha generado un cambio sustancial en la canasta exportable de Colombia. Este año las exportaciones no tradicionales llegarán a representar 48% del total de las ventas al exterior del país, cuando en pleno auge minero-energético este porcentaje no superaba el 27%.

Gráfica 13. Flujos trimestrales de inversión extranjera según la balanza de pagos (US\$ millones)



Fuente: Grupo Bancolombia, Banco de la República.

Gráfica 14. Componentes seleccionados de la balanza de pagos anual (% del PIB)



Fuente: Grupo Bancolombia, Banco de la República.

Tabla 3. Principales componentes de la balanza comercial (millones de dólares y var.% anual)

Rubro	2013	2013 (Crec.)	2014	2014 (Crec.)	2015	2015 (Crec.)	2016	2016 (Crec.)
Exportaciones Totales	58,824	-2.2%	54,795	-6.8%	35,584	-35.1%	29,898	-16.0%
Tradicionales	41,735	-1.0%	38,851	-6.9%	21,649	-44.3%	15,631	-27.8%
Café	1,884	-1.4%	2,473	31.3%	2,527	2.2%	2,703	7.0%
Petróleo	32,483	2.9%	28,927	-10.9%	14,133	-51.1%	8,764	-38.0%
Carbón	6,688	-14.3%	6,810	1.8%	4,560	-33.0%	3,745	-17.9%
Ferroniquel	680	-22.8%	641	-5.8%	430	-32.9%	419	-2.5%
No tradicionales	17,089	-4.9%	15,945	-6.7%	13,935	-12.6%	14,267	2.4%
Importaciones CIF	59,381	0.5%	64,029	7.8%	54,058	-15.6%	44,722	-17.3%
Importaciones FOB	56,620	0.9%	61,088	7.9%	51,044	-16.4%	42,229	-17.3%
Balanza Comercial	2,203	-45.2%	(6,293)	-385.6%	(15,460)	145.7%	(12,331)	-20.2%

Fuente: Grupo Bancolombia, DANE, Banco de la República.

ACTUALIZACIÓN DE PROYECCIONES ECONÓMICAS - 2T16

Abril de 2016

Esta recomposición ha sido en buena medida posible por la depreciación de la tasa de cambio real, a pesar de que el entorno de bajo crecimiento económico global y reducción en los flujos de comercio internacional son factores que limitan el dinamismo futuro de los sectores exportadores diferentes a las materias primas.

La sustitución por producción local y la moderación de la demanda acelerarían la caída de las importaciones. Es así como en nuestro escenario actualizado estimamos que el valor de las compras del exterior en términos CIF llegue a US\$44.722 millones en 2016. Esto equivaldría a un descenso anual de 17,3%, más pronunciado que el 12,8% que proyectamos hace tres meses. Estas nuevas proyecciones ponen de manifiesto la debilidad en las importaciones de bienes durables y de capital, lo que es atribuible a la menor intención de compra de estos productos por parte de los consumidores y la afectación de la inversión privada por el incremento en los costos de financiamiento y la alta carga tributaria. Igualmente, la proyección refleja menores importaciones de combustibles por la operación de la planta ampliada de Reficar.

El déficit en cuenta corriente como proporción del PIB se mantendría por encima del promedio de la región. En nuestro nuevo escenario central el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos se torna menos negativo. Estimamos que frente a la cifra de US\$18.925 millones (6,4% del PIB) observada en 2015, se pasaría a US\$14.839 millones (5,5% del PIB) este año. Lo anterior se compara favorablemente con la proyección de enero, que estaba en US\$16.758 millones (6,6% del PIB).

La moderación en el desequilibrio externo sería consecuencia de un menor saldo en rojo en el rubro de bienes y servicios, dada la revisión en la dinámica de la balanza comercial que ya mencionamos. También prevemos un ligero aumento del flujo neto de transferencias, ante el buen desempeño de las remesas.

La tendencia antes descrita es indudablemente un desarrollo positivo para la economía colombiana, ya que la ampliación del desequilibrio externo hasta niveles superiores al 6% del PIB fue una de los mayores efectos directos que generó el desplome de los precios de las materias primas.

No obstante, el déficit proyectado para este año seguiría siendo muy superior al promedio tanto de América Latina (que el FMI estima en 2,8% del PIB) como del mundo emergente (0,6% del PIB). Por lo tanto, esta sigue siendo una fuente de vulnerabilidad para el país, que resulta especialmente relevante dadas la alta volatilidad de los mercados internacionales y la importancia creciente de los flujos de portafolio como fuente de financiamiento externo.

Tabla 4. Principales componentes de la balanza de pagos (millones de dólares)

Rubro	US\$ millones			
	2013	2014	2015	2016
I. CUENTA CORRIENTE	-12,326	-19,593	-18,925	-14,839
<i>Bienes y servicios</i>	-2,762	-11,313	-18,007	-15,594
<i>Ingreso primario (Renta de los factores)</i>	-14,157	-12,638	-5,989	-4,363
<i>Ingreso secundario (Transferencias corrientes)</i>	4,594	4,358	5,071	5,118
II. CUENTA FINANCIERA	11,845	19,836	19,201	14,639
<i>Inversión directa</i>	8,557	12,426	7,890	6,299
a. Activos (Inversión de Colombia en el exterior)	7,652	3,899	4,218	4,201
b. Pasivos (Inversión en Colombia)	16,209	16,325	12,108	10,500
<i>Inversión de cartera</i>	6,978	11,654	9,686	7,466
a. Activos (Inversión de Colombia en el exterior)	4,096	7,007	122	134
b. Pasivos (Inversión en Colombia)	11,073	18,661	9,807	7,600
Otra inversión (Préstamos y otros créditos)	3,225	461	3,567	2,500
a. Activos	1,826	1,820	-491	500
b. Pasivos	5,051	2,281	3,076	3,000
Activos de reserva	6,946	4,437	415	100
III. ERRORES Y OMISIONES	480	-243	-276	200
Cuenta financiera excluyendo activos de reserva	18,792	24,273	19,617	14,739

Fuente: Grupo Bancolombia, Banco de la República.

Tabla 5. Principales componentes de la balanza de pagos (% del PIB)

Rubro	% del PIB			
	2013	2014	2015	2016
I. CUENTA CORRIENTE	-3.2%	-5.2%	-6.4%	-5.5%
<i>Bienes y servicios</i>	-0.7%	-3.0%	-6.1%	-5.8%
<i>Ingreso primario (Renta de los factores)</i>	-3.7%	-3.3%	-2.0%	-1.6%
<i>Ingreso secundario (Transferencias corrientes)</i>	1.2%	1.2%	1.7%	1.9%
II. CUENTA FINANCIERA	3.1%	5.2%	6.5%	5.5%
<i>Inversión directa</i>	2.3%	3.3%	2.7%	2.3%
a. Activos (Inversión de Colombia en el exterior)	2.0%	1.0%	1.4%	1.6%
b. Pasivos (Inversión en Colombia)	4.3%	4.3%	4.1%	3.9%
<i>Inversión de cartera</i>	1.8%	3.1%	3.3%	2.8%
a. Activos (Inversión de Colombia en el exterior)	1.1%	1.9%	0.0%	0.0%
b. Pasivos (Inversión en Colombia)	2.9%	4.9%	3.3%	2.8%
Otra inversión (Préstamos y otros créditos)	0.8%	0.1%	1.2%	0.9%
a. Activos	0.5%	0.5%	-0.2%	0.2%
b. Pasivos	1.3%	0.6%	1.0%	1.1%
Activos de reserva	1.8%	1.2%	0.1%	0.0%
III. ERRORES Y OMISIONES	0.1%	-0.1%	-0.1%	0.1%
Cuenta financiera excluyendo activos de reserva	4.9%	6.4%	6.7%	5.5%

Fuente: Grupo Bancolombia, Banco de la República.

ACTUALIZACIÓN DE PROYECCIONES ECONÓMICAS - 2T16

Abril de 2016

Además, la modesta corrección del desequilibrio, a pesar de la gran depreciación real de los últimos años, pone de manifiesto la baja elasticidad de las exportaciones colombianas, lo que reduce la efectividad de la flotación cambiaria como mecanismo de ajuste externo para nuestra economía.

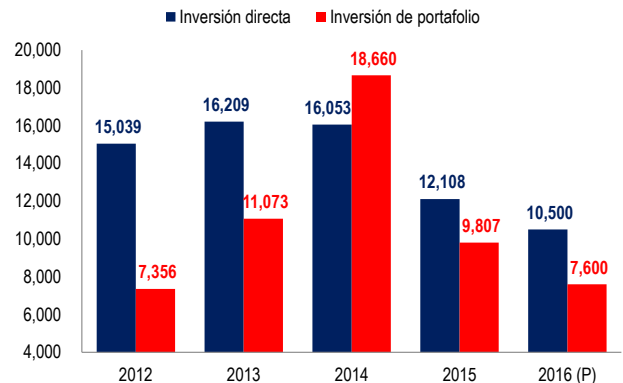
Esperamos una mayor desaceleración de los flujos de capitales externos. Al igual que lo afirmamos en nuestro reporte anterior, prevemos que los montos de la inversión extranjera directa (IED) y de portafolio se reduzcan frente a lo observado en 2015 (ver gráfica 15). Esto, por cuenta de la incertidumbre en los mercados financieros globales, las pobres perspectivas fundamentales de América Latina y diversos factores que inciden negativamente en la rentabilidad esperada de los proyectos productivos en el país. Para el caso de la IED, las entradas de capitales pasarían de US\$12.108 millones en 2015 a US\$10.500 millones en 2016. Esta última cifra incluye los recursos contemplados en la venta de Isagen, así como la inversión prevista en proyectos de infraestructura 4G. Para la inversión de portafolio, los flujos se reducirían desde US\$9.807 millones el año anterior hasta US\$7.600 millones, lo que correspondería a un descenso de 22,5%.

El rango de proyecciones del balance en cuenta corriente está asociado con la disponibilidad de financiamiento externo y las condiciones financieras globales. Como lo muestra la gráfica 16, el grado de ajuste del desequilibrio externo de la economía colombiana estaría asociado al monto de los flujos de capitales desde el resto del mundo.

Un escenario de menor volumen de estos recursos (consecuente con un deterioro adicional de las variables globales) conllevaría un descenso más acelerado en el déficit en cuenta corriente, hasta 5,1% del PIB en 2016. Por el contrario, si los flujos de capitales del exterior se acelerasen y los precios de las materias primas sostuviesen sus aumentos recientes el ajuste de la demanda agregada se postergaría. En última instancia, ello se traduciría en un déficit en cuenta corriente de 6,3% del PIB para este año.

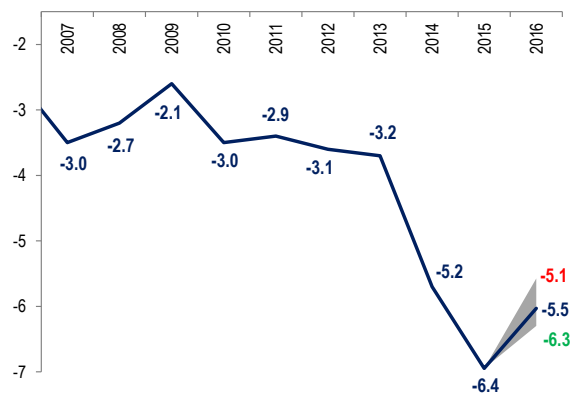
En cualquiera de estos escenarios, el monto del desbalance externo constituye una de las mayores fuentes de fragilidad de nuestra economía. Un déficit superior al 5% del PIB da cuenta de un exceso de gasto que hace a Colombia particularmente dependiente del financiamiento externo, cuyo costo podría seguir aumentando o cuya disponibilidad podría reducirse de manera súbita. Cualquiera de estas circunstancias podría conducir a un ajuste más fuerte de la demanda agregada, lo que entre otros conduciría a la materialización del escenario pesimista de crecimiento que describimos en la sección anterior.

Gráfica 15. Flujos anuales de inversión extranjera según la balanza de pagos (US\$ millones)



Fuente: Grupo Bancolombia, Banco de la República.

Gráfica 16. Escenarios de balance en cuenta corriente (% del PIB)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

Finanzas Públicas

Debido a la reducción en los gastos, el déficit del Gobierno Nacional en 2016 cumpliría con el nivel objetivo de 3,6% del PIB

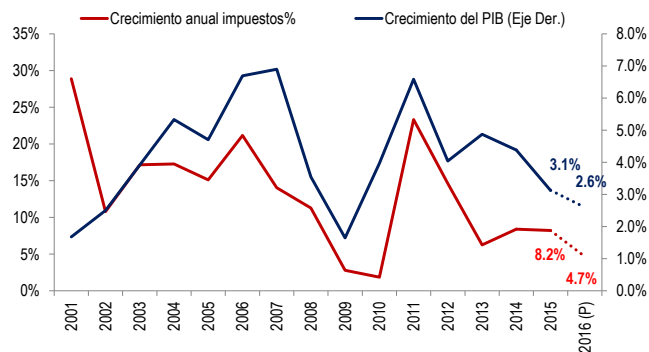
Las medidas anunciadas por las autoridades han mitigado la presión sobre las finanzas públicas este año. En el anterior informe de proyecciones económicas señalamos que la pronunciada caída en los precios del petróleo y la desaceleración en el crecimiento reducirían los ingresos del gobierno nacional central (GNC). Como resultado, advertimos que el balance total del GNC podría ubicarse en -4,3% del PIB. En ese sentido, planteamos que para lograr la meta del déficit establecida por el gobierno en 3,6% del PIB era necesario que las autoridades tomaran acciones tendientes a aumentar los ingresos o recortar los gastos para este año en cerca de \$6 billones.

Efectivamente, hace algunas semanas el Ministerio de Hacienda anunció un aplazamiento en el Presupuesto Nacional por una magnitud equivalente al esfuerzo de ajuste que habíamos identificado. Igualmente, se anunció que en el segundo semestre el Ejecutivo presentará al Congreso un proyecto de reforma tributaria estructural, el cual se espera sea aprobado antes de concluir el año.

Por lo anterior, y teniendo en cuenta que la tendencia de las variables macroeconómicas con mayor incidencia en las finanzas públicas se mantiene en líneas generales, en nuestro escenario base revisamos la proyección del balance del GNC para 2016 desde -4,3% hasta -3,6% del PIB. Esto implica que es altamente probable que este año se cumpla con el nivel objetivo de déficit total. Esto, a pesar de que esperamos que el recaudo tributario crezca 4,7% en 2016 (cifra revisada a la baja desde 5%, ver gráfica 17).

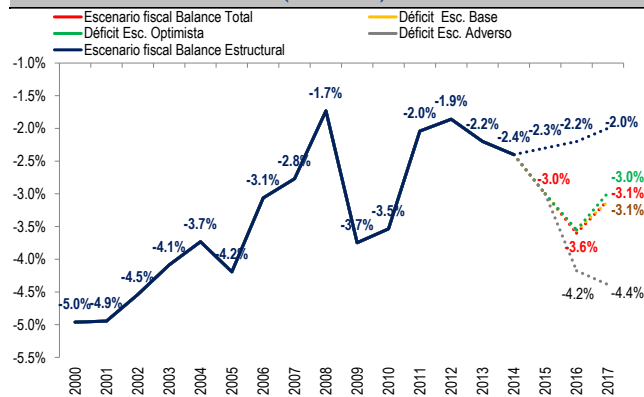
Sin embargo, los riesgos fiscales se mantienen vigentes para 2017. Como lo afirmamos en nuestro reporte anterior, ante las perspectivas de gasto público creciente en el mediano plazo, la reducción estructural de la renta petrolera mantiene vigente la necesidad de generar incrementos permanentes en los ingresos del GNC, a través de un mayor recaudo tributario. Para 2017 nuestro escenario base supone que la reforma tributaria será efectivamente aprobada antes de finalizar el presente año, y generará para la siguiente vigencia ingresos adicionales del orden de 1,3% del PIB. Con ello, el balance del GNC llegaría a -3,1% del PIB, en línea con lo contemplado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo 2015. En un escenario adverso, en el que dicha reforma no se llegase a concretar, el balance del GNC se ampliaría hasta -4,4% del PIB (ver gráfica 18).

Gráfica 17. Crecimiento del recaudo tributario y del PIB (var. % anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

Gráfica 18. Escenarios de balance del GNC (% del PIB)



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda, DANE.

Mercado Laboral

El desempleo repuntaría levemente durante el presente año

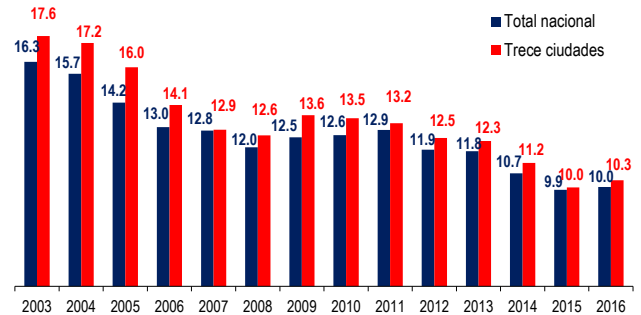
En los primeros meses del año la desocupación ha alcanzado niveles superiores a los observados un año atrás. Es así como en febrero el desempleo urbano alcanzó 10,3% y el nacional 10%, cuando un año atrás se ubicaron en 10% y 9,9%, respectivamente (ver gráfica 19).

La dinámica de los primeros meses de 2016 se ha caracterizado por un menor aumento de la población ocupada frente a la desocupada. De igual forma, la desaceleración en algunos sectores productivos ha generado pérdidas de empleo en los últimos 12 meses en ciudades como Bogotá (-59 mil), Medellín (-6 mil), Montería (-4 mil) y Manizales (-2 mil). No obstante, la recomposición del crecimiento económico en favor de los sectores transables (como la industria) ha permitido que ciudades como Cali generen oportunidades de trabajo (48 mil) a un ritmo destacado.

Lo anterior refleja que, a pesar del deterioro observado en la desocupación en el inicio del año y la desaceleración económica esperada para el resto de 2016, el mercado laboral puede ajustarse de manera ordenada, a través de la formación de nuevos puestos de trabajo en sectores intensivos en mano de obra, tales como la producción y algunos rubros del comercio, los cuales se benefician del ajuste de precios relativos que está experimentando la economía colombiana.

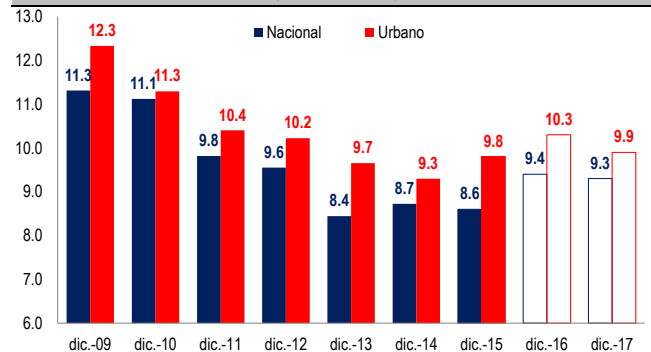
En el resto del año preveemos que la demanda de mano de obra formal siga creciendo, pero a una velocidad lenta. Por sectores, esperamos que la creación de puestos de trabajo se mantenga alta en la industria, la agricultura y las actividades inmobiliarias. De esta forma, preveemos que la tasa de desempleo urbano termine 2016 en 10,3%, con lo que aumentaría levemente frente al cierre de 2015 (9,8%). De forma similar, el desempleo nacional terminaría en 9,4%, por encima del 8,6% observado un año atrás (ver gráfica 20). Este aterrizaje leve en el mercado laboral será un factor clave para que la demanda interna siga ajustándose de forma ordenada, tal como ha ocurrido en los trimestres previos.

Gráfica 19. Tasa de desempleo nacional y urbano observadas en febrero de cada año (% de la PEA)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

Gráfica 20. Tasa de desempleo observada en diciembre de cada año y proyección para el cierre de 2016 (% de la PEA)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

Precios

Revisamos nuestro pronóstico de variación del IPC para 2016 desde 4,4% hasta 5,4%, debido a la persistencia de los choques inflacionarios

La tendencia alcista de la inflación se ha acentuado en los primeros meses del año. Los cambios mensuales de los precios al consumidor en el 1T16 superaron nuestras expectativas y estuvieron muy por encima de sus promedios históricos. Como resultado, al cierre de marzo la inflación 12 meses llegó a 7,98%, nivel que no se observaba desde 2001 (ver gráfica 21).

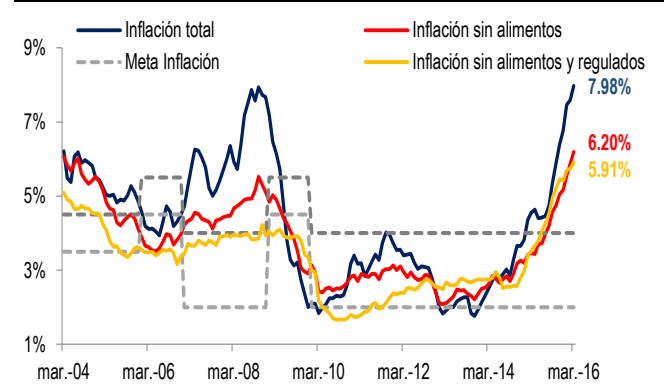
Al igual que lo ocurrido en meses previos, los alimentos han sido el componente del índice que más ha impulsado esta aceleración. Esto se ha debido a la escasez causada por los bajos niveles de las cosechas y la afectación climática causada por el fenómeno de El Niño. En consecuencia, en lo corrido del año este grupo ha contribuido con el 48% de la variación total del IPC.

A pesar de ello, las medidas de inflación básica también han aumentado. En efecto, al finalizar el 1T16 el promedio de estos indicadores se ubicó en 6,3%, la variación más alta en más de una década. Esto pone de manifiesto que las presiones de precios no están limitadas a los alimentos, sino que también han afectado componentes de la canasta familiar que tradicionalmente tienen un comportamiento más estable.

La persistencia de los choques de oferta no solo ha ocasionado efectos de segunda ronda, sino que también ha implicado la activación de mecanismos de indexación. Dentro de estos factores se destaca la transmisión de la depreciación de la tasa de cambio a los precios finales. A pesar de que la magnitud de este fenómeno ha sido baja relativa a la variación del USDCOP desde finales de 2014, hemos estimado que se trata de un proceso de largo aliento, el cual seguramente persistirá durante lo que resta del año e incluso puede extenderse hasta 2017.

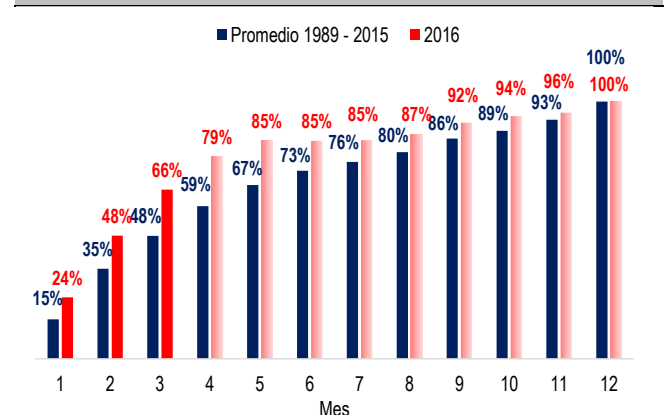
Vale la pena recordar que en marzo la inflación anual de los bienes transables, grupo directamente afectado por esta transmisión, llegó a 7,38%, más del doble de lo observado hace un año. Además, hay indicios de que la devaluación también ha afectado a otros rubros del IPC, a través del incremento en los costos de los insumos productivos.

Gráfica 21. Medidas de inflación total y básica (% anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

Gráfica 22. Porcentaje de inflación acumulada mensual - promedio histórico y expectativa para 2016



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

Los servicios públicos y las tarifas atadas al salario mínimo y la inflación observada también han contribuido a la inflación. Es importante considerar que el fenómeno de El Niño ha afectado los costos de la energía eléctrica, el gas domiciliario y el acueducto, lo que ha impulsado la inflación 12 meses de los bienes y servicios regulados hasta 7,24%. En este grupo también se reflejan los incrementos que han generado la inflación observada en 2015 (6,77%) y el último aumento del salario mínimo (7%), variaciones que están por encima del límite superior del rango meta del Banco de la República.

Se disipa aún más la posibilidad de que la inflación converja al rango meta al cierre de este año. Las lecturas de los primeros meses del año llevaron a que en el 1T16 la inflación acumulada llegara a 3,55%. A esto hay que agregar que esperamos que en los próximos meses se mantenga la tendencia alcista, y que como resultado la inflación 12 meses esté por encima del 8% durante el 2T16.

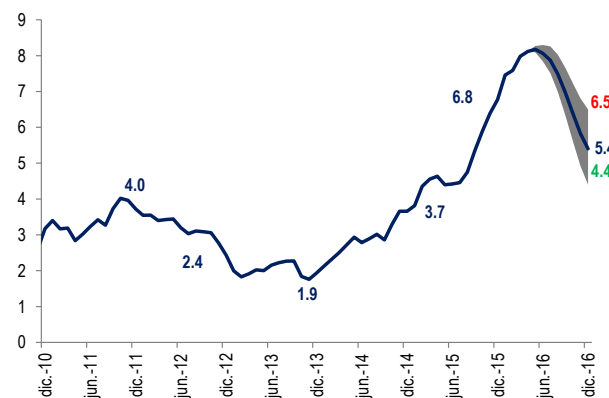
En dichas circunstancias, pese a que mantenemos nuestra expectativa de que las variaciones de los precios se moderarían en la segunda mitad del año, nuestro anterior escenario base de 4,4% para el final de año es ahora improbable. En ese sentido, y teniendo en cuenta que los riesgos al alza se han materializado, nuestra nueva senda central de inflación corresponde al escenario pesimista previo.

Nuestra expectativa de 5,4% reconoce la persistencia de los riesgos en el corto plazo, pero la emergencia de factores desinflacionarios a medida que transcurre el año (ver gráfica 23). El más importante de ellos es la disipación del fenómeno de El Niño en el 2T16. En la medida en la que el régimen de lluvias se normalice la dinámica de los cultivos se regularizaría, lo cual llevaría a que la oferta de alimentos aumente en el 4T16. También se presentarían correcciones en las tarifas de los servicios públicos domiciliarios.

Además, la transmisión de la política monetaria contractiva adoptada desde septiembre continuaría y la brecha de producto se tornaría negativa hacia la segunda mitad del año. Ello debería traducirse en menores presiones sobre los bienes no transables. Otro factor es la moderación en la depreciación de la tasa de cambio durante el resto de 2016, que sumada a la alta volatilidad en el mercado cambiario harían que la transmisión del alza del dólar a los precios se modere.

Por último, como resultado de los considerables registros de inflación en los últimos meses de 2015, la alta base de comparación hará que las variaciones anuales del IPC en la parte final del año tiendan a corregirse a la baja. Una acentuación de los factores antes mencionados podría conducir a un escenario alternativo de inflación de 4,4%.

Gráfica 23. Senda esperada de inflación total 2016 (var. % anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE.

Por el contrario, en un escenario alcista la inflación en diciembre podría llegar a 6,5%. Dicho pronóstico ocurriría si los mecanismos de indexación continuasen en plena operación, si la transmisión de la depreciación a los precios finales se acelerase, y si la alteración de las condiciones climáticas llevase a la ocurrencia del fenómeno de La Niña en el segundo semestre. En tales circunstancias, la inflación podría acercarse al 8,5% en el 2T16 y registrar una reversión de menor magnitud en el 2S16, hasta finalizar el año en 6,5%. Nuestra valoración indica que los riesgos de precios están sesgados al alza. Esto implica que, después del escenario central, el alcista tiene la segunda mayor probabilidad de ocurrencia.

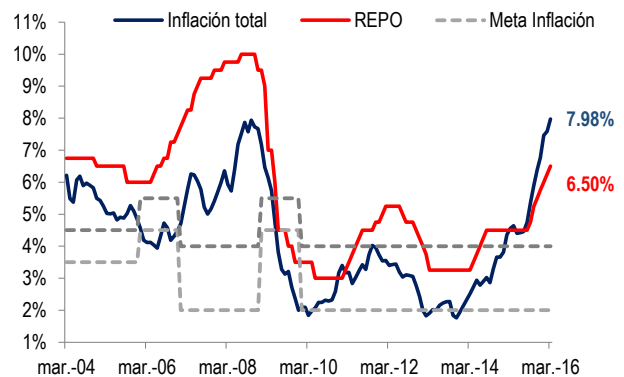
Tasas de Interés

El ciclo alcista de la tasa repo se está acercando a su fin, y se mantendría estable en 7% durante el resto del año

El Emisor ha seguido aumentando su tasa de intervención. Ante el persistente incremento de la inflación total y básica y el desanclaje de las expectativas de precios de los agentes económicos, en lo que va de 2016 la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) ha mantenido la estrategia de incrementos progresivos de la tasa repo (ver gráfica 24). Con ello, el incremento acumulado de este indicador desde septiembre de 2015 es de 200 pbs, y previsiblemente en su reunión de este mes se decida un nuevo aumento de 25 pbs. De ser así, la tasa repo cerraría abril en 6,75%.

Nuestro escenario base es que la tasa de referencia llegue a 7%, y que se mantenga en este nivel hasta el cierre del año. Creemos que esta será la alternativa de política por la que se incline la mayoría de la JDBR, la cual ha optado por alzas moderadas en las últimas reuniones. Tal aproximación está soportada en que, en la medida en que los choques de precios se disipen, las expectativas inflacionarias se corregirán rápidamente. Otras consideraciones que sustentan una pronta finalización de los aumentos es que en este ciclo el traslado de las decisiones del Emisor al costo del crédito ha sido rápido. También, que la tasa de intervención deflactada por las expectativas de inflación a mediano plazo ha aumentado considerablemente y está acercándose a un terreno neutral (ver gráfica 26). Por último, creemos que, para este sector de la JDBR, en el ambiente de alta incertidumbre en el que está operando la economía la respuesta idónea de la política monetaria debe estar caracterizada por la gradualidad y la cautela.

Gráfica 24. Inflación total y tasa de intervención (var. % anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, DANE, Banco de la República.

ACTUALIZACIÓN DE PROYECCIONES ECONÓMICAS - 2T16

Abril de 2016

Durante el periodo de estabilidad en la tasa repo en 7% la inflación cambiaría de tendencia y empezaría a corregirse, en tanto que el crecimiento de la economía se desaceleraría. Tales dinámicas podrían llevar a que a medida que transcurre el año aumenten las voces que aboguen por una reducción en la tasa de intervención. Sin embargo, las decisiones de política monetaria del segundo semestre estarán fuertemente condicionadas a la forma en la que se comporten las expectativas de inflación de los agentes y los mecanismos de indexación. Si las primeras no se corrigen rápidamente y los segundos siguen operando como en los primeros meses del año, el espacio para desplegar una política monetaria expansiva en el segundo semestre sería limitado.

El rango de alternativas de política es función del desempeño de la inflación. Si los riesgos inflacionarios se incrementasen en los próximos meses hasta el escenario alcista que planteamos en la sección anterior, la autoridad monetaria tendría que extender los aumentos en la tasa repo hasta un nivel estimado de 7,5%. Por el contrario, si la inflación se revirtiese rápidamente hacia la zona contemplada en nuestro escenario bajista se abriría el espacio para que en los últimos meses del año cambie la tendencia de la política monetaria. Así, la tasa repo terminaría 2016 en 6,5%.

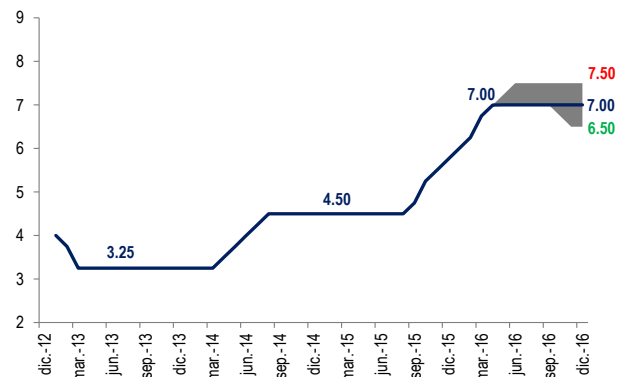
Con la senda prevista de política monetaria, las tasas de referencia del mercado monetario seguirían su tendencia al alza. En particular, en la medida en que la tasa repo se establezca en 7% la DTF tendería a ubicarse por encima de esta, hasta cerrar el año en 7,24%. Por su parte, esperamos que la IBR *overnight* se incremente levemente en los meses siguientes, de forma que en promedio en el segundo semestre se sitúe 24 pbs por debajo de la tasa de intervención (ver gráfica 27).

Deuda Pública

A pesar de que los riesgos se han moderado, los desafíos fiscales y la volatilidad global seguirían condicionando a los TES

Durante la parte inicial del año la deuda pública experimentó diferentes tendencias. En las primeras semanas de 2016, el entorno global de alta aversión al riesgo y la caída en los precios del petróleo por debajo de los US\$30 indujeron un acentuado empinamiento con desvalorizaciones. Posteriormente, la recuperación de los mercados internacionales propició un mejor desempeño de los activos locales. Como resultado, el empinamiento de la curva de tasa fija, medido como el diferencial entre las rentabilidades de los títulos con vencimiento en junio de 2024 y 2016, pasó de 218 pbs a finales de 2015 a 108 en la actualidad.

Gráfica 25. Senda de tasa de intervención (% anual)



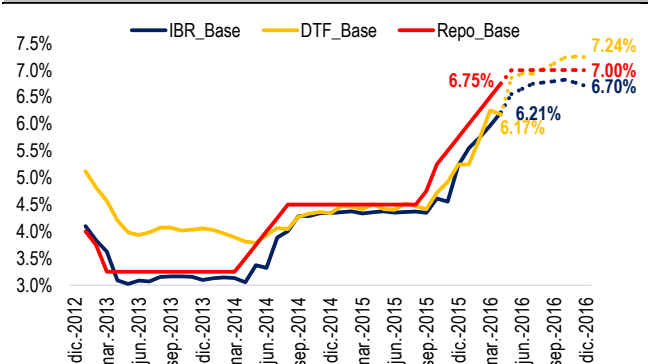
Fuente: Grupo Bancolombia, Banco de la República.

Gráfica 26. Tasa de intervención deflactada por inflación observada y por expectativas de inflación de mediano plazo (% anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, Banco de la República.

Gráfica 27. Senda de tasas de mercado monetario (% anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, Banco de la República.

ACTUALIZACIÓN DE PROYECCIONES ECONÓMICAS - 2T16

Abril de 2016

A pesar del favorable comportamiento reciente, prevemos correcciones al alza en lo que resta del año. Como lo mencionamos en la primera sección de este informe, los mercados financieros están inmersos en un entorno de alta incertidumbre. En este, el apetito por los activos emergentes y los flujos externos a dichos mercados puede cambiar de dirección de forma súbita, dada la persistencia de riesgos fundamentales apreciables sobre la economía global. Toda vez que hoy en día los agentes internacionales están entre los mayores tenedores de deuda pública local, la correlación entre este mercado y lo que ocurre en el exterior es cada vez más fuerte.

Pese a ser inferior al nivel estimado en enero, prevemos que el empinamiento de la curva de TES TF se incremente frente a los niveles vigentes en estos momentos. De hecho, en nuestro escenario base esperamos que la prima temporal aumente hasta 167 pbs. Este nivel esperado representa una revisión a la baja de 31 pbs con respecto a nuestro informe previo (ver tabla 6).

Dichas estimaciones son la combinación de factores encontrados. Del lado positivo, las medidas del gobierno han desactivado los desafíos fiscales de corto plazo. Como ya lo mencionamos, el aplazamiento presupuestal anunciado por el Ministerio de Hacienda en febrero hace viable el cumplimiento de la meta de déficit del GNC para este año. Además, la ejecución del plan de financiamiento tanto externo como interno ha sido hasta el momento positiva. En ese sentido, es poco probable que las necesidades de financiamiento vía mayores colocaciones de TES se revisen al alza. Además, esperamos que el Banco de la República culmine pronto su ciclo contraccionista, lo que limitaría las presiones sobre la parte corta de la curva provenientes de los incrementos en la tasa repo. Así mismo, continuamos esperando que la inflación ceda terreno en el 2S16, con lo que la prima por inflación tendería a reducirse.

Sin embargo, también identificamos factores negativos para los TES. Como lo comentamos anteriormente, la reducción del déficit del GNC prevista para el próximo año, el cumplimiento de la senda de austeridad contemplada en la regla fiscal y un cambio de tendencia a la baja en el endeudamiento público dependen de la aprobación de reformas fiscales estructurales. Como lo mencionó Standard and Poor's en el comunicado en el que degradó la perspectiva de la calificación soberana hace algunas semanas, además de la reforma tributaria es indispensable una revisión a fondo de los gastos públicos. La incertidumbre acerca de la concreción de avances en este frente es alta, dado el complejo entorno político por el que está atravesando el país en la actualidad.

Gráfica 28. Escenarios para la curva de TES tasa fija al cierre de 2016 (% EA)

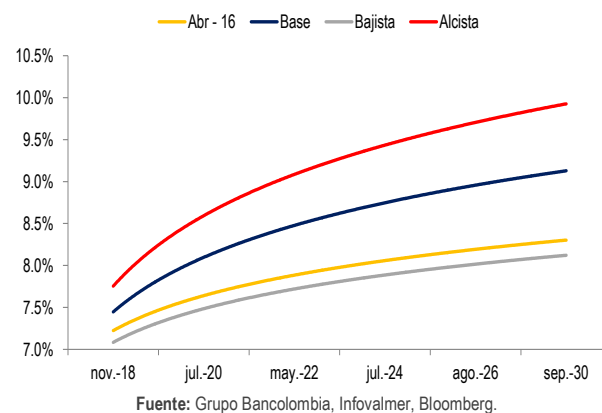


Tabla 6. Tasas de rentabilidad proyectada de TES tasa fija al cierre de 2016 (% EA)

Vencimiento	abr.-16	Optimista	Base (enero)	Base (abril)		Pesimista
nov-18	7.26%	7.14%	7.73%	7.57%	↓	7.89%
jul-20	7.63%	7.49%	8.52%	8.12%	↓	8.52%
may-22	7.86%	7.62%	8.94%	8.23%	↓	8.94%
jul-24	7.96%	7.84%	9.28%	8.53%	↓	9.28%
ago-26	8.18%	8.00%	9.52%	9.04%	↓	9.71%
sep-30	8.41%	8.23%	9.86%	9.36%	↓	10.16%
Pendiente (Dif30-18)	1.07%	1.02%	1.98%	1.67%	↓	2.10%

Fuente: Grupo Bancolombia, Infovalmer, Bloomberg.

A lo anterior se suma un eventual cambio en el tono de los mercados internacionales. De una parte, si las condiciones financieras en EE.UU siguen en terreno constructivo se incrementaría la probabilidad de que el FED reanude las alzas en la tasa de los fondos federales, lo que afectaría el desempeño de los mercados de renta fija a nivel global. De otro lado, si el apetito por riesgo se reduce se resumiría la caída en los precios de las materias primas, y tenderían a reducirse los flujos a mercados emergentes. Como se aprecia, sea cual sea el rumbo de los acontecimientos en el mundo, la marcada recuperación del mercado de TES en las últimas semanas puede revertirse de manera súbita por cuenta de un retorno a un estado de *risk-off* en los mercados mundiales.

Tasa de Cambio

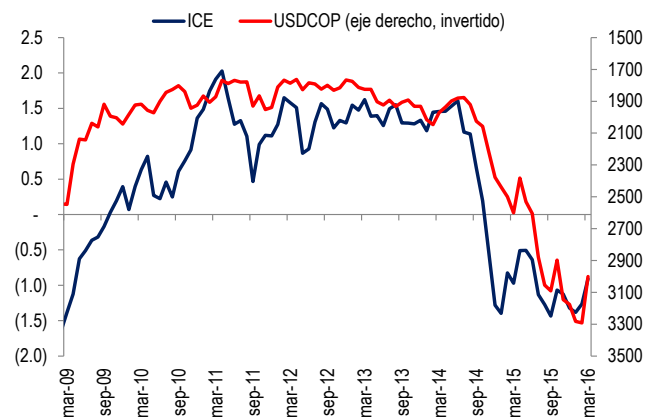
Revisamos a la baja nuestra estimación de tasa de cambio promedio para 2016 de \$3.340 a \$3.180

En lo que va de este año la tasa representativa del mercado (TRM) ha fluctuado entre \$2.899,92 y \$3.434,89. Este amplio rango de negociación (\$535 pesos) evidencia la alta volatilidad del mercado cambiario y el grado de incertidumbre al que están sometidos los participantes del mismo. Este desempeño ha estado influenciado por las fluctuaciones en los precios internacionales del petróleo, las variaciones en los flujos de capitales externos, la evolución de los términos de intercambio, los cambios en el mecanismo de intervención del Banco de la República en el mercado cambiario, el apetito por riesgo global y el cambio en las expectativas frente al rumbo de la política monetaria en EE.UU.

Moderamos nuestra expectativa de depreciación nominal promedio para 2016 de 22% a 15%. En primer lugar, esta revisión está asociada a los cambios al alza en el escenario base de cotizaciones del crudo. En este frente, nuestro modelo de sensibilidad de la tasa de cambio a los movimientos en los precios del petróleo muestra que la relación es estadísticamente significativa, a pesar de que su magnitud se ha reducido marginalmente (ver gráfica 31). Además, la tasa de cambio USDCOP sigue siendo más sensible a los descensos (coeficiente de -0,22) que a los aumentos (coeficiente de 0,17) en el precio del crudo.

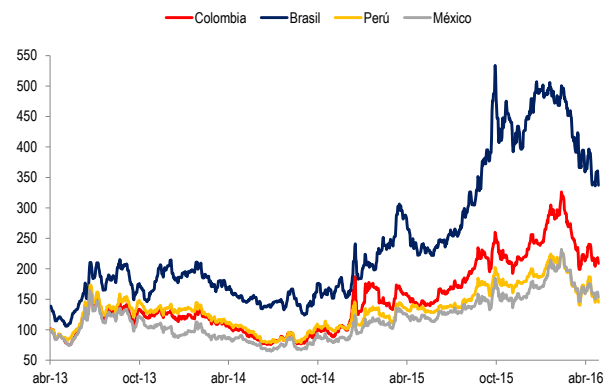
La revisión en el déficit de cuenta corriente también condiciona nuestra expectativa de tasa de cambio. Como lo describimos antes, revisamos la proyección de déficit en cuenta corriente para 2016 desde 6,6% hasta 5,5% del PIB.

Gráfica 29. Índice de condiciones externas (ICE) de Bancolombia y tasa de cambio USDCOP



Fuente: Grupo Bancolombia, Bloomberg.

Gráfica 30. CDS soberanos de 5 años para América Latina (pbs)



Fuente: Grupo Bancolombia, Bloomberg.

ACTUALIZACIÓN DE PROYECCIONES ECONÓMICAS - 2T16

Abril de 2016

Un desequilibrio menos acentuado en la posición externa del país se traduce en menores presiones de depreciación del tipo de cambio, en la medida en que implica una reducción de las necesidades netas de divisas de la economía y un crecimiento menos marcado de los pasivos con el resto del mundo.

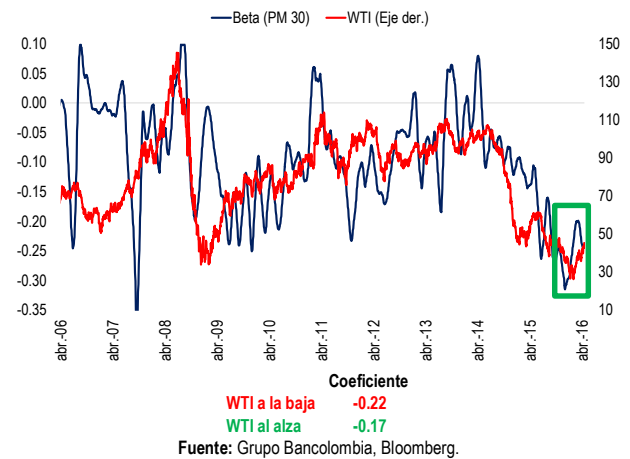
Otro factor que afectó a la baja nuestras expectativas de tasa de cambio fue la modificación en las condiciones para que se active el mecanismo de intervención cambiaria del Emisor. Consideramos que el ajuste hecho el 19 de febrero en el umbral para la activación de las subastas de opciones *call* de desacumulación de reservas del 5% al 3% va a limitar el espacio de aumentos del USDCOP cuando se presenten presiones alcistas. A diferencia de los porcentajes definidos previamente, el nivel actual de 3% hace más probable la concreción de las condiciones para convocar dichas subastas.

Nuestra expectativa también contempla que el FED dará continuidad a la normalización monetaria en el 2S16. Este factor condiciona nuestro pronóstico al alza, particularmente para la segunda mitad del año. Consideramos que los incrementos en la tasa de referencia de los fondos federales serán un factor que tenderá a fortalecer el dólar a nivel global, sobre todo si se tiene en cuenta que los bancos centrales de los demás países desarrollados seguirán desplegando medidas expansivas.

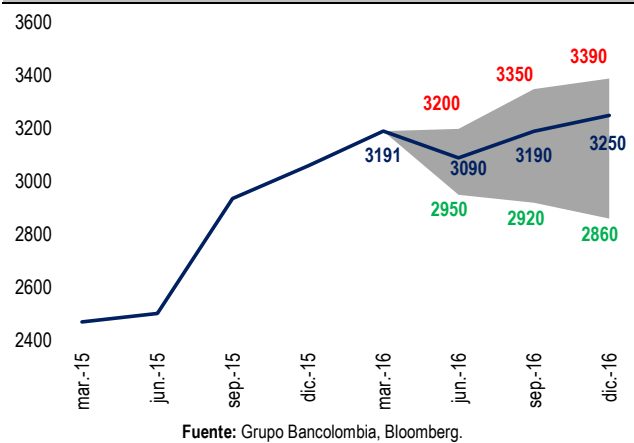
Vale la pena recordar que nuestras proyecciones incorporan el hecho de que durante 2016 el Gobierno Nacional será un oferente relevante de dólares en el mercado cambiario. Desde diciembre anterior la Dirección del Tesoro Nacional ha venido monetizando recursos en moneda extranjera, y es previsible que estas operaciones sigan efectuándose. El total de dólares que podría monetizar el Gobierno este año sería cercano a los US\$8.500 millones. Esta cifra resultaría de la disponibilidad inicial de dólares de la DTN, los recursos de la venta de Isagen y los desembolsos programados de deuda externa.

Es importante reconocer que el entorno de alta volatilidad seguirá marcando al mercado cambiario. Nuestros análisis sugieren que desde el año anterior el USDCOP se encuentra en un régimen de alta volatilidad, correspondiente a la zona gris sombreada de la gráfica 33. El modelo sugiere que este régimen se activa en momentos de alta incertidumbre global, como lo fue la crisis de 2008. Adicionalmente, el diagrama de estados (ver gráfica 34) muestra que la probabilidad de permanecer en un régimen de alta volatilidad en las circunstancias actuales es elevada (0,95), en comparación con la probabilidad de pasar a una transición (0,02).

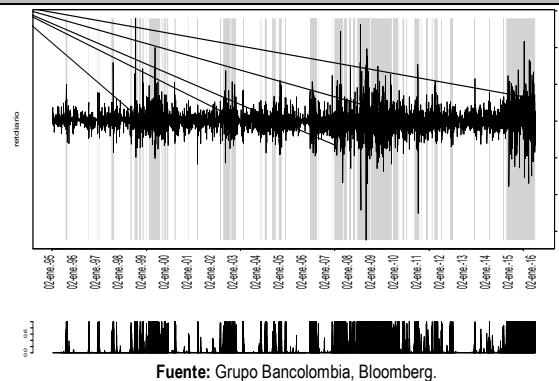
Gráfica 31. Sensibilidad de la tasa de cambio con respecto a cambios en el precio del petróleo y precio WTI (US\$)



Gráfica 32. Proyecciones de tasa USDCOP (promedio trimestral)



Gráfica 33. Retornos diarios de la TRM y los momentos de activación del régimen de alta volatilidad



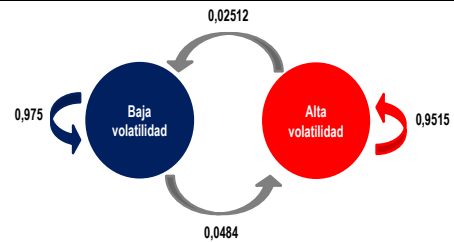
ACTUALIZACIÓN DE PROYECCIONES ECONÓMICAS - 2T16

Abril de 2016

Es por ello que estimamos que el USDCOP podría situarse a finales del año en un rango entre \$2.860 y \$3.390, con un nivel más probable de \$3.250.

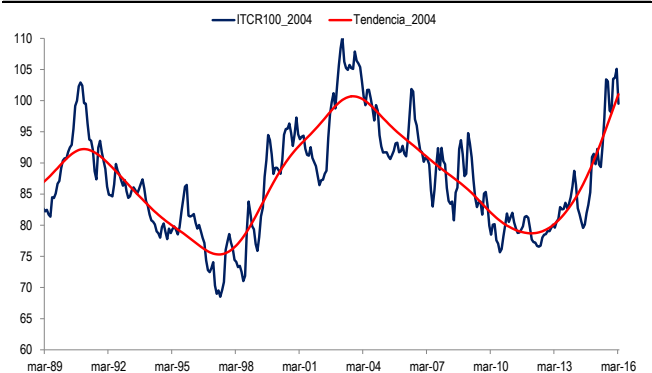
En la medida en que la alta volatilidad y los choques externos se disipen, la tasa de cambio convergería hacia sus niveles de equilibrio. Adaptamos un modelo cuantitativo que relaciona la tasa de cambio real (ITCR) con sus determinantes fundamentales, entre los que se encuentran los términos de intercambio, el grado de apertura de la economía, los diferenciales de productividad entre Colombia y EE.UU y el acervo de activos externos netos. Este ejercicio muestra que los niveles de tasa de cambio nominal equivalentes con el ITCR de equilibrio están actualmente entre \$3.100 y \$3.300. Es entonces hacia dichos valores a donde consideramos que debería tender la tasa de cambio una vez que se descuentan las fluctuaciones propias del mercado cambiario en el corto plazo.

Gráfica 34. Diagrama de estados con las probabilidades de transición entre los dos regímenes de volatilidad cambiaria



Fuente: Grupo Bancolombia, Bloomberg.

Gráfica 35. Índice de tasa de cambio real (nivel y tendencia, 2004=100)



Fuente: Grupo Bancolombia, Banco de la República.

ACTUALIZACIÓN DE PROYECCIONES ECONÓMICAS - 2T16

Abril de 2016

Tabla Resumen de Pronósticos

Indicador	Observado			2016		Diferencia 2015-2016
	2013	2014	2015	Anterior	Nuevo	
PIB (Crec % anual)	4.9	4.6	3.1	2.6	2.6	↓ -0.5
Componentes de demanda del PIB (Crec % anual)						
Consumo privado	3.8	4.2	3.9	2.6	2.9	↓ -1.0
Consumo del gobierno	9.2	4.7	2.8	1.5	1.5	↓ -1.3
Inversión	5.6	11.6	2.6	3.0	2.9	↑ 0.3
Importaciones	6.4	7.8	3.9	-2.0	-3.1	↓ -7.0
Exportaciones	5.3	-1.3	-0.7	1.5	1.7	↑ 2.4
Componentes de oferta del PIB (Crec % anual)						
Agricultura	6.5	3.1	3.3	2.2	1.8	↓ -1.5
Minas y canteras	5.5	-0.1	0.6	-1.1	-0.7	↓ -1.3
Industria	0.6	0.3	1.2	4.2	6.9	↑ 5.7
Electricidad, gas y agua	3.2	3.8	2.9	2.1	1.5	↓ -1.4
Construcción	11.6	9.9	3.9	4.8	3.6	↓ -0.3
Comercio	4.5	4.6	4.1	2.3	2.4	↓ -1.7
Transporte y comunicaciones	3.6	4.2	1.4	2.1	1.3	↓ -0.1
Establecimientos financieros	4.6	4.9	4.3	3.5	3.3	↓ -1.0
Servicios sociales, comunales y personales	6.0	5.5	2.9	1.1	1.1	↓ -1.8
Impuestos	3.9	7.8	3.7	2.9	2.4	↓ -1.3
Desempleo (% Fin de año)						
Urbano	9.7	9.3	9.8	9.2	10.3	↑ 0.5
Nacional	8.4	8.7	8.6	9.2	9.4	↑ 0.8
Inflación						
IPC (variación % Anual fin de año)	1.94	3.66	6.8	4.4	5.4	↓ -1.4
Tasas de interés						
Tasa de referencia BanRep (Fin de año)	3.25	4.50	5.75	6.25	7.00	↑ 1.3
DTF Fin de año	4.06	4.34	5.25	6.54	7.24	↑ 2.0
IBR Overnight Fin de año	3.13	4.36	5.23	6.22	6.70	↑ 1.47
Tasa de cambio						
Tasa USDCOP (promedio año)	1879	2018.55	2741	3340	3180	↑ 439.0
Depreciación nominal promedio	4.60	7.40	37.5	21.8	14.6	↓ -22.9
Sector Externo						
Exportaciones FOB (Crec % anual)	-2.2	-6.8	-35.1	-17.0	-16.0	↑ 19.1
Importaciones FOB (Crec % anual)	0.9	7.9	-15.6	-12.8	-17.3	↓ -1.7
Balanza comercial (Millones USD)	2,203	-6,293	-15,460	-15,204	-12,331	↑ 3129.0
Cuenta corriente (% del PIB)	-3.3	-5.2	-6.4	-6.6	-5.5	↑ 0.9
Sector Público						
Balance total del GNC (% del PIB)	-2.4	-2.4	-3.3	-4.3	-3.6	↓ -0.3

ACTUALIZACIÓN DE PROYECCIONES ECONÓMICAS - 2T16

Abril de 2016

Venta de Acciones

Alejandro Peña Prieto
Gerente Comercial Acciones
alepena@bancolombia.com.co
+574 6045367

Esteban Posada Posada
Gerente Comercial Acciones
esposada@bancolombia.com.co
+574 6045170

Julian David Gómez Duque
Gerente Comercial Acciones
juligome@bancolombia.com.co
+574 6045159

Juan Guillermo Hernandez Hoyos
Gerente Comercial Acciones
guhernan@bancolombia.com.co
+574 6049811

Alejandro Escobar Escobar
Gerente Comercial Acciones
aescobar@bancolombia.com.co
+574 6045166

Venta de Acciones

Andrés Felipe Sánchez Quevedo
Gerente Comercial Acciones
anfesanc@bancolombia.com.co
+571 353 6600 ext 15235

Juliana Rodríguez Arévalo
Gerente Comercial Acciones
juliano@bancolombia.com.co
+571 3535234 - 7464300 Ext 37114

Leonardo Gabriel Rueda Diaz
Gerente Comercial Acciones
lgrueda@bancolombia.com.co
+571 3535237 - 4886000 Ext 37129

Luis Eduardo Romero Sellares
Gerente Comercial Acciones
leromero@bancolombia.com.co
+572 4852789 6440430

William Cesar Avila Romero
Gerente Comercial Acciones
wcavila@bancolombia.com.co
575-3695203

Investigación Económica

Juan Pablo Espinosa Arango
Gerente de Investigaciones Económicas
juespino@bancolombia.com.co
+571 7463991 ext. 37313

Alexander Riveros Saavedra
Economista Senior
egrivero@bancolombia.com.co
+571 7463980 ext 37303

Arturo González Peña
Analista de Banca Central y Sistema Financiero
arygonza@bancolombia.com.co
+571 7463980 ext 37385

Henry Alexander Otero Giraldo
Analista Internacional y de Mercados
+571 7463988 ext 37319
haotero@bancolombia.com.co

Julián Felipe Huertas Espitia
Estudiante en Práctica
+571 7463988 ext 37310
jfhuerta@bancolombia.com.co

Sebastián Rocha Cadavid
Estudiante en Práctica
+571 7463988 ext 37316
srocha@bancolombia.com.co

Investigación en Acciones

Jairo Julián Agudelo Restrepo
Gerente de Investigaciones en Renta Variable
jjagudel@bancolombia.com.co
+574 6047048

Juan Camilo Dauder Sánchez
Analista Líder de Petróleo y Energía
jdauder@bancolombia.com.co
+574 6049821

Maria Paula Cortés Durán
Analista Líder del Sector Financiero y Small Caps
mpcortes@bancolombia.com.co
+571 353 6600 ext 37387

Diego Alexander Buitrago Aguilar
Analista de Energía
diebuit@bancolombia.com.co
+571 7463984 ext 37307

German Zúñiga Saavedra
Analista de Infraestructura e Industria
gzuniga@bancolombia.com.co
+574 6047045

Federico Perez Garcia
Analista Junior de Petróleo y Gas
fedgarci@bancolombia.com.co
+574 6048172

Viviana Carolina Martínez Franco
Estudiante en Práctica
+571 7463988 Ext. 37376
vcmartin@bancolombia.com.co

Andrés Llano Sierra
Estudiante en Práctica
+574 6046496
allano@bancolombia.com.co

Asistente de Investigación

Claudia Restrepo Salazar
Editora de Investigaciones
+574 404 3809
clarest@bancolombia.com.co

CONDICIONES DE USO

Este informe ha sido preparado por el área de Análisis Bancolombia, un área de investigación y análisis del Grupo Bancolombia. No debe ser distribuido, copiado, vendido o alterado sin la autorización expresa del Grupo Bancolombia, ni debe ser utilizado para cualquier fin distinto a servir como material informativo, el cual no constituye una oferta, asesoría, recomendación personalizada o sugerencia del Grupo Bancolombia para la toma de decisiones de inversión o la realización de cualquier tipo de transacciones o negocios. El uso de la información suministrada es de exclusiva responsabilidad de su receptor.

Antes de tomar una decisión de inversión, usted deberá evaluar múltiples factores tales como los riesgos propios de cada instrumento, su perfil de riesgo, sus necesidades de liquidez, entre otros. El presente informe o documento es tan sólo uno de muchos elementos que usted debe tener en cuenta para la toma de sus decisiones de inversión. Para ampliar el contenido de esta información, le solicitamos comunicarse con su gerente comercial. Le recomendamos no tomar ninguna decisión de inversión hasta no tener total claridad sobre todos los elementos involucrados en una decisión de este tipo. Los valores, tasas de interés y demás datos que allí se encuentren, son puramente informativos y no constituyen una oferta, ni una demanda en firme, para la realización de transacciones. Así mismo, de acuerdo con la regulación aplicable, nuestras opiniones o recomendaciones no constituyen un compromiso o garantía de rentabilidad para el inversionista.

La información y opiniones del presente informe constituyen un análisis a la fecha de publicación y están sujetas a cambio sin previo aviso. Por ende, la información puede no estar actualizada o no ser exacta. Las proyecciones futuras, estimados y previsiones, están sujetas a varios riesgos e incertidumbres que nos impiden asegurar que las mismas resultarán correctas o exactas, o que la información, interpretaciones y conocimientos en los que se basan resultarán válidos. En ese sentido, los resultados reales pueden diferir sustancialmente de las proyecciones futuras acá contenidas. Debe tener en cuenta que la inversión en valores o cualquier activo financiero implica riesgos. Los resultados pasados no garantizan rendimientos futuros.

Las entidades que hacen parte del Grupo Bancolombia pueden haber adquirido y mantener en el momento de la preparación, entrega o publicación de este informe, para su posición propia o la de sus clientes, los valores o activos financieros a los que hace referencia el reporte. El Grupo Bancolombia cuenta con políticas de riesgo para evitar situaciones de concentración en sus posiciones y las de sus clientes, las cuales contribuyen a la prevención de conflictos de interés.

En relación con tales conflictos de interés, declaramos que (i) durante los últimos 12 meses, Valores Bancolombia S.A. Comisionista de Bolsa y/o Banca de Inversión Bancolombia S.A. Corporación Financiera han participado en la estructuración y/o colocación de valores de renta variable para Bancolombia S.A. y (ii) el Grupo Bancolombia es beneficiario real del 10% o más del capital accionario emitido por Odinsa S.A. y Valores Simesa S.A. y (iii) Valores Bancolombia S.A. Comisionista de Bolsa es filial de Bancolombia S.A. No obstante lo anterior, el mismo ha sido preparado por nuestra área de Análisis Bancolombia con base en estrictas políticas internas que nos exigen objetividad y neutralidad en su elaboración, así como independencia frente a las actividades de intermediación de valores y de banca de inversión.

La información contenida en este reporte no se fundamenta, incluye o ha sido estructurada con base en información privilegiada o confidencial. Cualquier opinión o proyección contenida en este documento es exclusivamente atribuible a su autor y ha sido preparada independiente y autónomamente a la luz de la información que hemos tenido disponible en el momento.