

# Coyuntura Actual y Perspectivas Económicas

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

Credicorp Capital Research

Cali, abril 21 de 2016

**Daniel Velandia O., CFA**

Director de Research – Economista Jefe

(+571) 339 4400 Ext.1505

dvelandia@credicorpcapital.com

# Internacional

---

Entre el sentimiento del mercado y los fundamentales

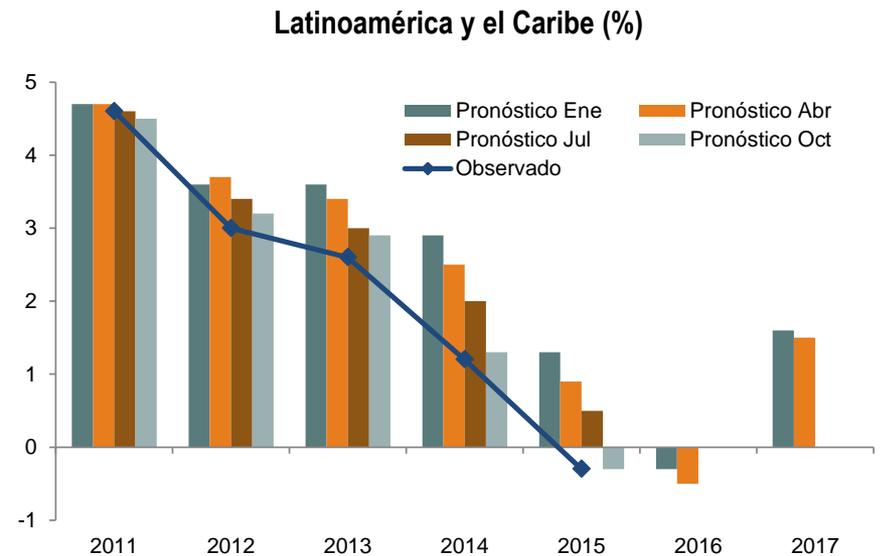
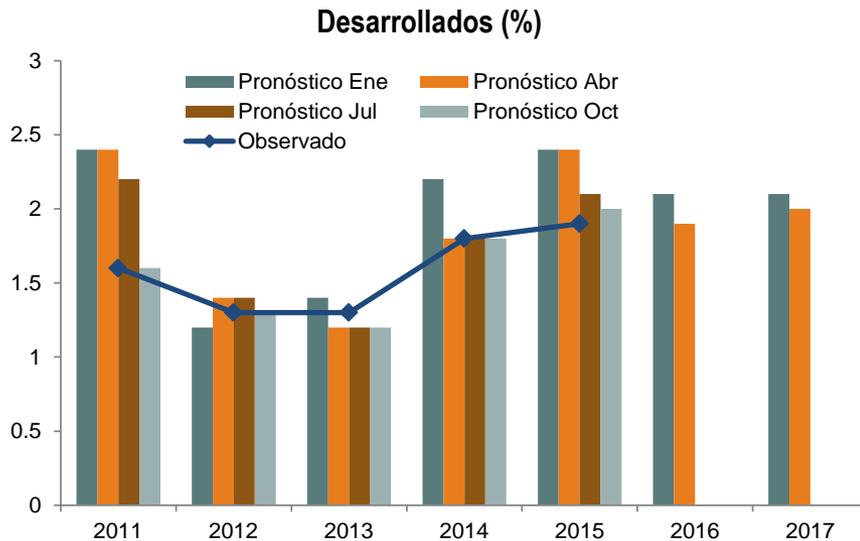
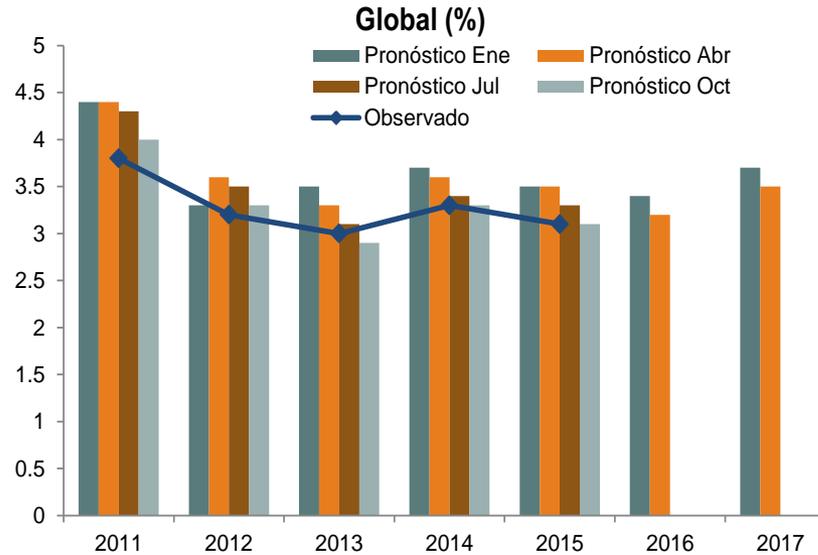
---

## El FMI ha recortado las proyecciones de crecimiento global por cuarta vez consecutiva

PROYECCIONES DE CRECIMIENTO 2016-2017						
	Observados		Proyecciones abr-16		Cambios frente a proyección ene-2016	
	2014	2015	2016	2017	2016	2017
Mundo	3,4	3,1	3,2	3,5	↓ -0,2	↓ -0,1
Economías desarrolladas	1,8	1,9	1,9	2,0	↓ -0,2	↓ -0,1
EE.UU.	2,4	2,4	2,4	2,5	↓ -0,2	↓ -0,1
Zona Euro	0,9	1,6	1,5	1,6	↓ -0,2	↓ -0,1
Alemania	1,6	1,5	1,5	1,6	↓ -0,2	↓ -0,1
Francia	0,2	1,1	1,1	1,3	↓ -0,2	↓ -0,2
Italia	-0,4	0,8	1,0	1,1	↓ -0,3	↓ -0,1
España	1,4	3,2	2,6	2,3	↓ -0,1	→ 0,0
Japón	0,0	0,5	0,5	-0,1	↓ -0,5	↓ -0,4
UK	2,9	2,2	1,9	2,2	↓ -0,3	→ 0,0
Canadá	2,5	1,2	1,5	1,9	↓ -0,2	↓ -0,2
Otros desarrollados	2,8	2,0	2,1	2,4	↓ -0,3	↓ -0,4
Rusia	0,6	-3,7	-1,8	0,8	↓ -0,8	↓ -0,2
China	7,3	6,9	6,5	6,2	↑ 0,2	↑ 0,2
India	7,3	7,3	7,5	7,5	→ 0,0	→ 0,0
América Latina y Caribe	1,3	-0,1	-0,5	1,5	↓ -0,2	↓ -0,1
Brasil	0,1	-3,8	-3,8	0,0	↓ -0,3	→ 0,0
Mexico	2,3	2,5	2,4	2,6	↓ -0,2	↓ -0,3
MENA	2,8	2,5	3,1	3,5	↓ -0,5	↓ -0,1
Africa Sub-sahariana	5,0	3,4	3,0	4,0	↓ -1,0	↓ -0,7

Fuente: FMI

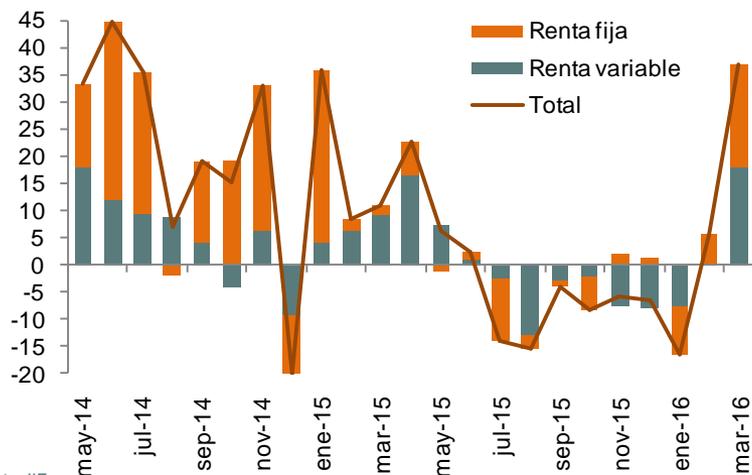
## Así, la tendencia se mantiene después de siete años tras la crisis



## No obstante los peores fundamentales, se ha producido una reducción considerable de la aversión al riesgo a nivel mundial recientemente

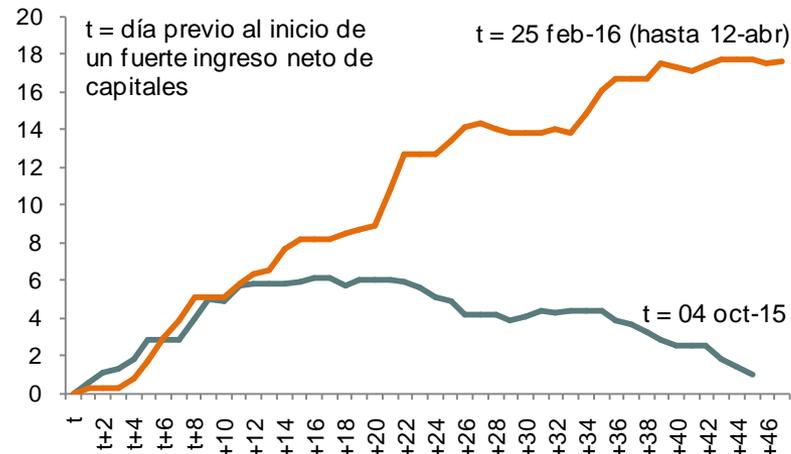
- EM recibieron importantes flujos de capitales en feb-16 y mar-16 tras salidas sistemáticas en jul-15/feb-16.
- Según el IIF, los flujos hacia emergentes alcanzaron USD 36.8 bn en mar-16, un máximo desde jun-14 y superaron el promedio 2010-2014 de USD 22 mil millones.
- Este mayor apetito por riesgo fue gatillado por la mayor percepción de que los riesgos a la baja en la economía global y los mercados financieros no eran tan serios como para causar una recesión.
- Esta menor aversión al riesgo fue reforzada por los mensajes más *dovish* de la Fed y el BCE, una economía china más estable y una recuperación en los precios de *commodities*, en especial el petróleo.

Global: flujos de capitales hacia emergentes (USD miles de millones)



Fuente: IIF

Global: flujos diarios acumulados de capitales hacia emergentes \*

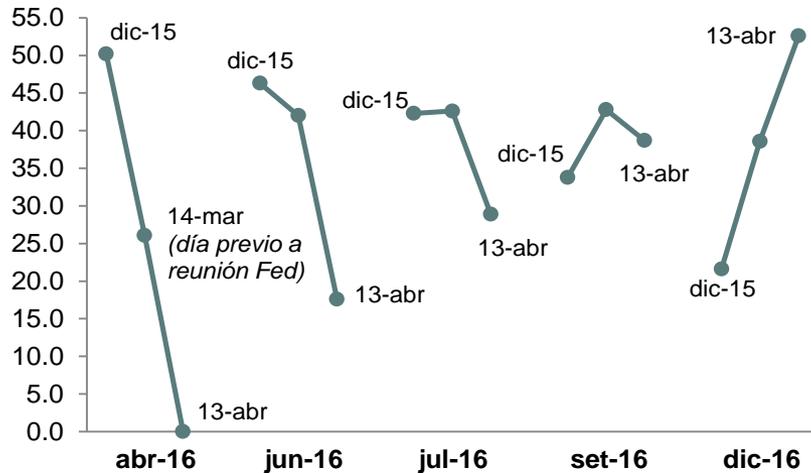


Fuente: IIF / (\*) Incluye: Indonesia, Corea, Tailandia, Sudáfrica, Brasil y Hungría. USD miles de millones

## Entonces, aparentemente nos mantenemos en el mismo escenario de años anteriores donde la liquidez más que los fundamentales es el factor relevante para el sentimiento de los inversionistas

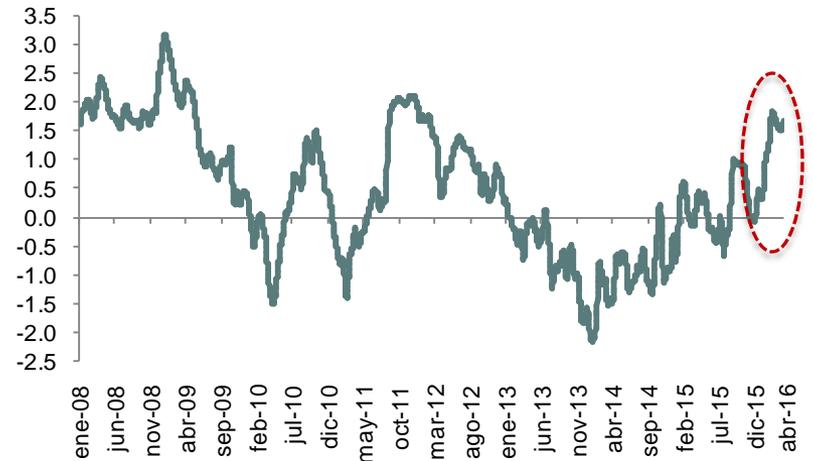
- La Fed ahora espera dos subidas de +25pb este año vs. las cuatro que proyectó en dic-15. Para 2017, sigue proyectando cuatro aumentos (+100pb.) y recortó la tasa de largo plazo de 3.50% a 3.25%.
- Mercados de futuros esperan una única subida de tasa Fed este año en dic-16.
- Según información reciente, West Virginia, Alaska, Dakota del Norte y Wyoming están en recesión.
- En todo caso, el mercado laboral continúa sólido, con una creación de empleo que en 1T16 fue de 628 mil, el mejor inicio de año desde 2013.
- Así, la incertidumbre sobre el futuro de la política monetaria se mantiene alta, lo que genera riesgos.

EE.UU.: probabilidad de subida de tasa Fed por reunión (%)



Fuente: Bloomberg

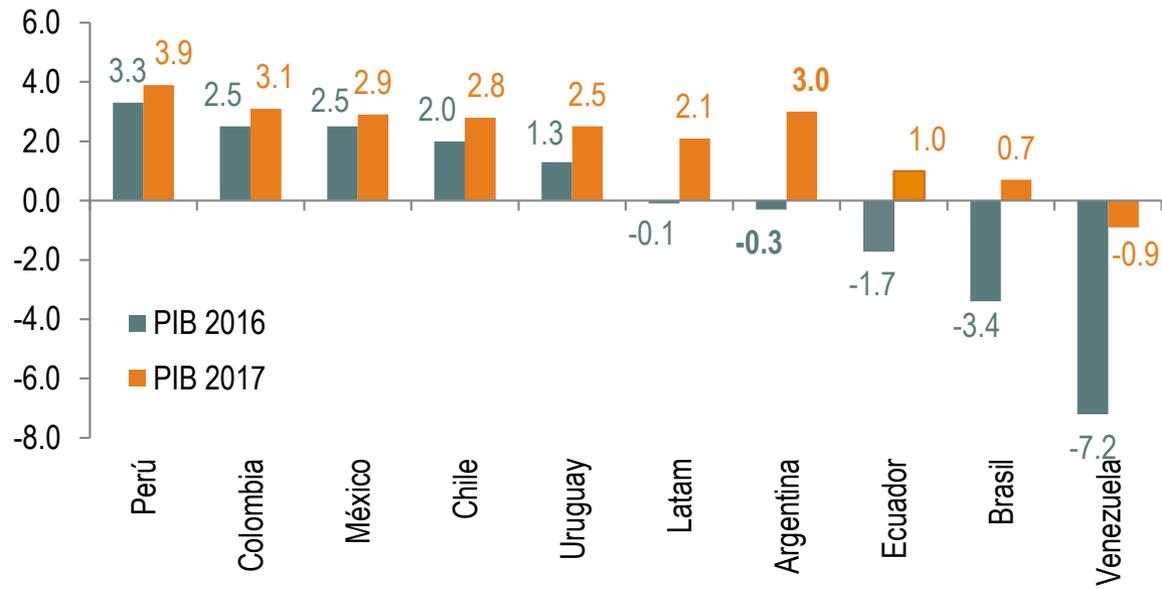
EE.UU.: índice de estrés financiero (puntos)



Fuente: Fed de Cleveland

## Latam: una nueva contracción es prevista en 2016. Moderado crecimiento en 2017.

Expectativas de crecimiento para Latam 2016 y 2017



## En resumen, fundamentales débiles de la economía global implican riesgos y alta incertidumbre, generando dudas sobre la sostenibilidad de la reciente tendencia de los activos de riesgo

- Según el FMI, el escenario base de crecimiento hoy es menos favorable con riesgos más pronunciados:
  - ✓ La posibilidad del regreso de la turbulencia financiera que en EM se podría traducir en una depreciación cambiaria adicional que empeore los balances de las empresas, y en una abrupta caída de flujos de capitales que reduzcan rápidamente la demanda interna.
  - ✓ Período prolongado de bajos precios del petróleo que desestabilice a los países exportadores.
  - ✓ Una desaceleración mayor a la esperada en China, que podría llevar a una desaceleración mundial más extendida (deuda de la economía: ~270% del PIB; RRII han caído USD 739bn desde mar-14).
  - ✓ Choques ajenos a lo económico, como conflictos geopolíticos, terrorismo, flujos de refugiados y un “Brexit” en Europa (el 46% de la IED en UK procede de la UE).
- A lo anterior, deben sumarse los cuestionamientos sobre si los estímulos del BCE y Banco de Japón vía tasas de interés negativas son sostenibles en el tiempo.

**Rendimiento de bonos soberanos (%)**

País	2Y	5Y	8Y	10Y
Suiza	-0.93	-0.80	-0.52	-0.37
Alemania	-0.51	-0.37	-0.12	0.15
Japon	-0.26	-0.23	-0.20	-0.12
Suecia	-0.63	-0.12	0.36	0.51
Dinamarca	-0.41	-0.14	0.07	0.37
EEUU	0.74	1.23	1.70	1.77

# Colombia

---

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

---

## El panorama general no ha cambiado materialmente en lo corrido del año

### **Positivos**

- ✓ Ajuste de la economía ante la reducción en los términos de intercambio ha sido ordenado, poniendo a prueba modelo macro.
- ✓ El programa de infraestructura 4G ha seguido avanzando.
- ✓ La reapertura de Reficar contribuirá en al menos 0.4pp al crecimiento y atenuará las presiones sobre la cuenta corriente.
- ✓ Fuerte compromiso del Gobierno con la regla fiscal.



### **Negativos**

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

### **Factores a monitorear**

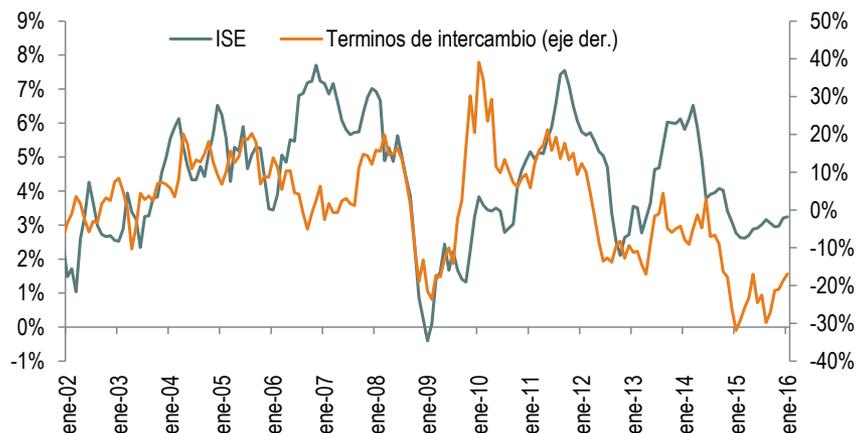
- Reforma tributaria.
- Los diálogos de paz.

Esperamos que el ajuste de la actividad siga siendo ordenado. Estimamos un crecimiento de 2.3% en 2016. El consumo tanto público como privado explicará esta mayor desaceleración

▪ En el caso del gobierno:

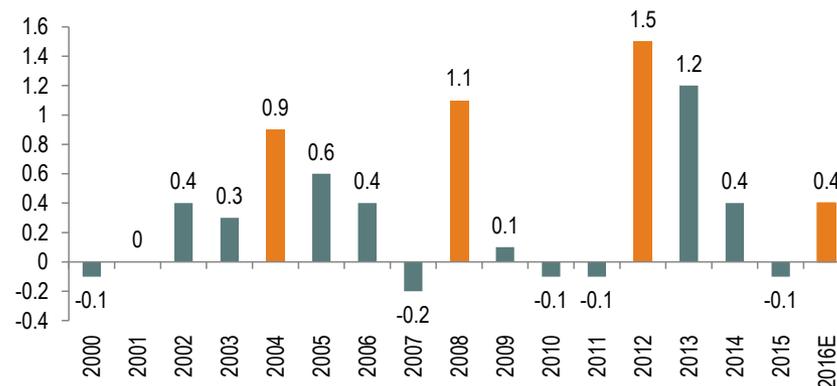
- ✓ Mantener el objetivo de déficit fiscal en 3.6% del PIB para este año implica un fuerte recorte de gasto público en medio de menores precios del petróleo y un menor crecimiento económico. Hasta el momento, el gobierno ha anunciado recortes por cerca de 0.7% del PIB.
- ✓ El ciclo político de gobiernos regionales implicará una menor ejecución.
- ✓ Las regiones también registrarían menores ingresos por regalías este año.

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



Fuente: DANE, BanRep, Credicorp Capital

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

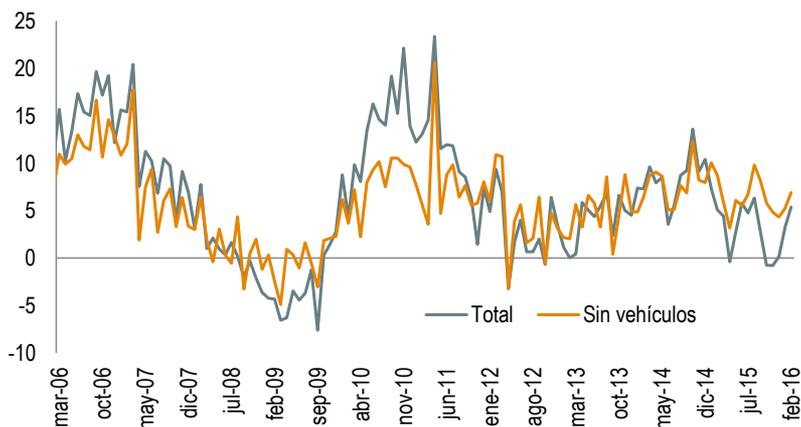


Fuente: MinHacienda, Credicorp Capital

## La inflación, tasas de interés y mercado laboral serán determinantes para el comportamiento del consumo privado en 2016

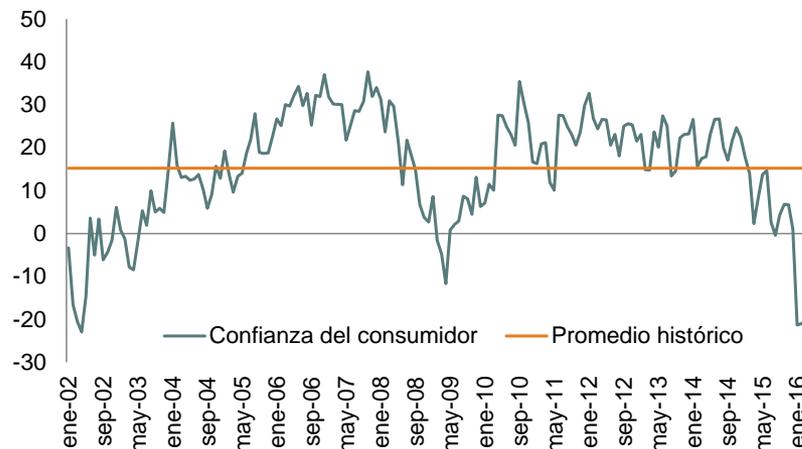
- Por el lado del consumo privado, estimamos una desaceleración adicional en 2016 en medio de:
  - i) Una alta inflación que continuará afectando el ingreso disponible.
  - ii) El efecto indirecto de un menor gasto público (particularmente en las regiones minero-energéticas).
  - iii) Mayores tasas de interés.
  - iv) Un mercado laboral algo más débil (la tasa de desempleo promedió 10.2% en el trimestre dic-15/feb-16, desde 9.8% un año atrás).
- No obstante, las expectativa de un mejor desempeño de sectores intensivos en mano de obra podría tender a contrarrestar estos factores (e.g. ~30% del empleo se encuentra en agropecuario e industria).

Ventas minoristas (var. % a/a)



Fuente: DANE, Credicorp Capital

Confianza del consumidor (%)



Fuente: Fedesarrollo, Credicorp Capital

En general, la caída en la confianza del consumidor es consistente con la expectativa de una desaceleración del consumo privado. En todo caso, temas políticos podrían estar incidiendo

**Confianza del consumidor según componentes (%)**

Variable / Balance %	2014 Marzo	2015 Marzo	2016	
			Febrero	Marzo
Índice de Confianza del Consumidor - ICC	18,5	2,3	-21,0	-20,1
<b>A. Índice de Expectativas del Consumidor - IEC</b>	<b>18,0</b>	<b>0,3</b>	<b>-15,0</b>	<b>-13,9</b>
-¿Dentro de un año a su hogar le estará yendo económicamente mejor?	39,5	29,9	20,7	21,3
-Durante los próximos 12 meses vamos a tener buenos tiempos económicamente	9,9	-18,2	-42,1	-41,8
-Dentro de 12 meses, ¿cree usted que las condiciones económicas del país en general estarán mejores?	4,5	-10,7	-23,6	-21,3
<b>B. Índice de Condiciones Económicas - ICE</b>	<b>19,3</b>	<b>5,2</b>	<b>-30,0</b>	<b>-29,4</b>
-¿Cree ud. que a su hogar le está yendo económicamente mejor o peor que hace un año?	11,7	3,5	-18,6	-16,5
-¿Cree ud. que este es un buen momento o un mal momento para que la gente compre muebles, nevera, lavadora, televisor, y cosas como esas?	26,8	7,0	-41,4	-42,4

**Confianza del consumidor según ciudades (%)**

Ciudad, Balance %	2014 Marzo	2015 Marzo	2016	
			Febrero	Marzo
Bogotá	11,9	-7,5	-23,9	-22,9
Medellín	18,5	6,5	-22,8	-20,0
Cali	27,9	17,5	-14,0	-12,0
Barranquilla	32,9	19,5	-7,3	-17,2
Bucaramanga	38,4	10,3	-23,2	-19,7
<b>Total</b>	<b>18,5</b>	<b>2,3</b>	<b>-21,0</b>	<b>-20,1</b>

**Confianza del consumidor según nivel socioeconómico (%)**

Nivel Socioeconómico, Balance %	2014 Marzo	2015 Marzo	2016	
			Febrero	Marzo
Alto	18,6	-6,3	-25,4	-35,9
Medio	17,5	0,1	-17,9	-20,2
Bajo	19,4	5,6	-23,3	-18,0
<b>Total</b>	<b>18,5</b>	<b>2,3</b>	<b>-21,0</b>	<b>-20,1</b>

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

Ciudad, Balance %	2014 Marzo	2015 Marzo	2016	
			Febrero	Marzo
Bogotá	20,1	-3,3	-45,5	-44,3
Medellín	21,7	12,1	-39,6	-46,5
Cali	39,9	24,6	-33,9	-38,0
Barranquilla	45,6	15,1	-22,8	-31,1
Bucaramanga	56,7	20,9	-60,7	-32,0
<b>Total</b>	<b>26,8</b>	<b>7,0</b>	<b>-41,4</b>	<b>-42,4</b>

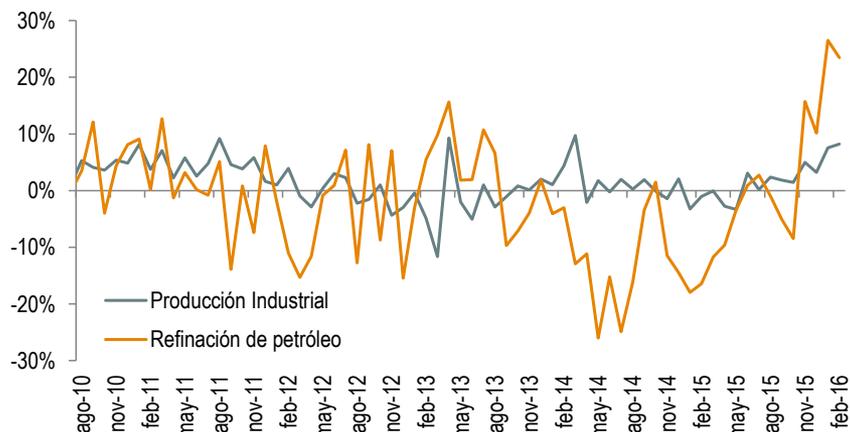
**Disposición a comprar vivienda por Ciudades (%)**

Ciudad, Balance %	2014 Marzo	2015 Marzo	2016	
			Febrero	Marzo
Bogotá	19,3	-5,3	-11,7	-32,3
Medellín	24,8	21,2	-11,5	-21,6
Cali	41,2	34,5	-27,7	-18,3
Barranquilla	50,8	42,9	5,2	5,9
Bucaramanga	35,9	21,8	-32,5	-8,7
<b>Total</b>	<b>26,6</b>	<b>11,9</b>	<b>-13,4</b>	<b>-23,5</b>

## La industria liderará el crecimiento de la economía este año: Reficar y el proceso de sustitución de importaciones podrían permitir un crecimiento superior al 5%

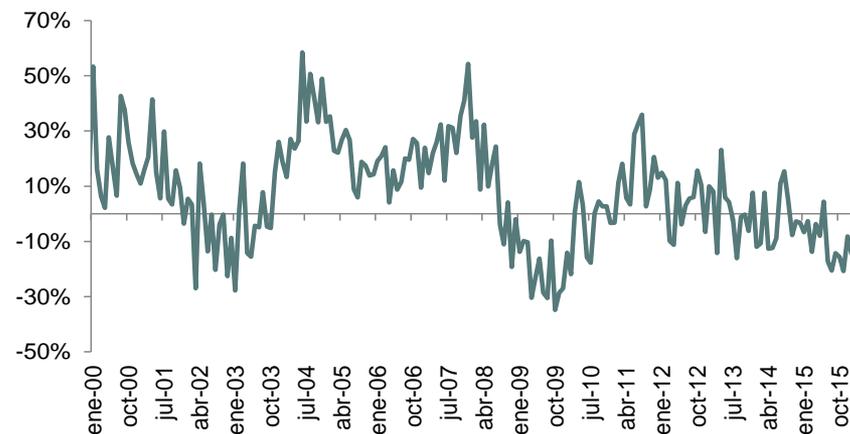
- Esperamos la industria presente una tasa de crecimiento mayor a la de la economía, principalmente como resultado del reinicio de operaciones de Reficar.
- De acuerdo con el BanRep y MinHacienda, Reficar puede contribuir 0.6-0.7pp al crecimiento del PIB (nosotros somos más conservadores: ~0.4pp).
- Adicionalmente, existe evidencia de que ya inició de manera gradual el proceso de sustitución de importaciones en algunos sectores.
- Una recuperación de las exportaciones industriales se vería solo hacia final del año.

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



Fuente: DANE, Credicorp Capital

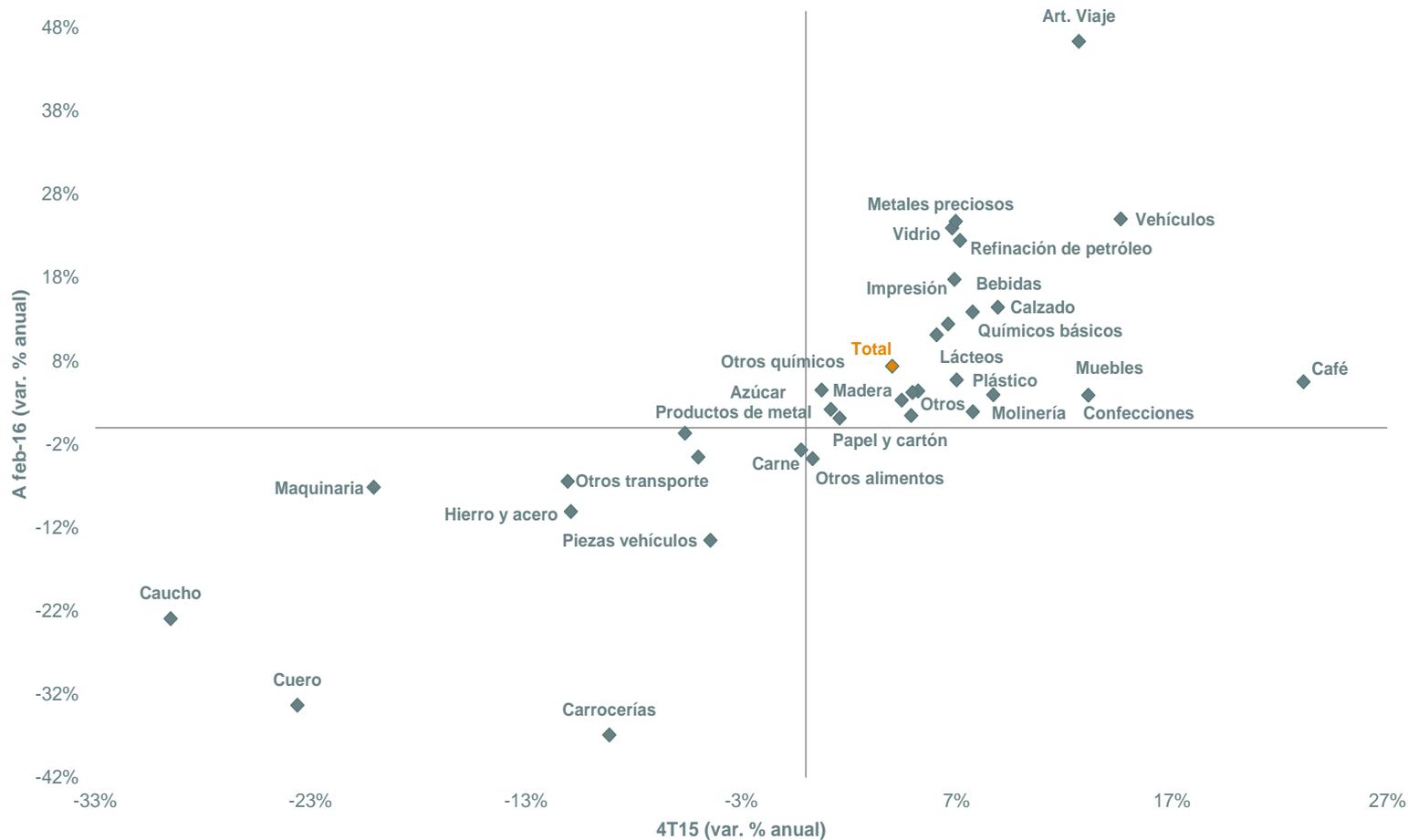
Exportaciones industriales (USD millones; var. % a/a)



Fuente: BanRep, Credicorp Capital.

## Cada vez más subsectores industriales crecen

### Crecimiento anual de la producción industrial según subsectores (%)



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

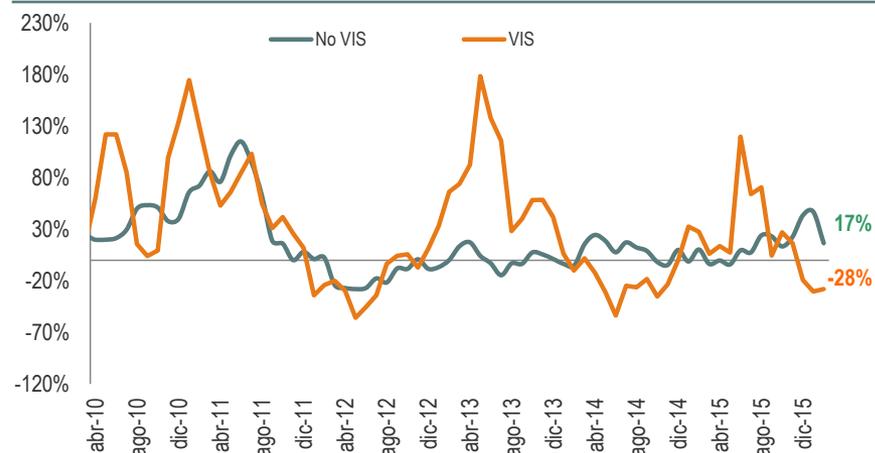
- Hasta ahora, 27 proyectos por COP 32 BB en capex (~USD 10 mil MM) ya han sido adjudicados, monto que representa cerca de 2.7x el monto total invertido en la 1ª, 2ª y 3ª generación de concesiones conjuntamente desde los 90s.
- Igualmente, se destaca que ocho proyectos han logrado su cierre financiero mientras que ya se inició la ejecución de cinco de éstos, lo que implicó una sorpresa para nosotros y el mercado.
- Nuestra expectativa es que las 4G contribuyan en 0.2-0.3pp al crecimiento del PIB en 2016.
- En cuanto a los programas de vivienda, el presupuesto de la Nación de 2016 incorpora ~USD 554 MM en subsidios, mientras que la meta es construir 450,000 viviendas en 2016-2017. MinHacienda espera que estos programas contribuyan 0.4pp al crecimiento del PIB este año (somos más conservadores).

### Avances del programa de concesiones viales 4G

	#	Capex (USD mil MM)
<b>Total de proyectos adjudicados</b>	<b>27</b>	<b>9.8</b>
Primera ola	10	3.6
Segunda ola	9	3.6
Proyectos de iniciativa privada	8	2.6
<b>Proyectos que han logrado cierre financiero</b>	<b>8</b>	<b>2.9</b>
Primera ola	8	2.9
Segunda ola	0	-
Proyectos de iniciativa privada	0	-
<b>Proyectos bajo ejecución</b>	<b>5</b>	<b>1.8</b>
Primera ola	5	1.8
Segunda ola	0	-
Proyectos de iniciativa privada	0	-
<b>Proyectos por adjudicar en 2016</b>	<b>3</b>	<b>1.2</b>
Tercera ola	2	0.6
Proyectos de iniciativa privada	1	0.5
<b>Total de proyectos</b>	<b>30</b>	<b>11.0</b>

Fuente: DANE, ANI, Credicorp Capital

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

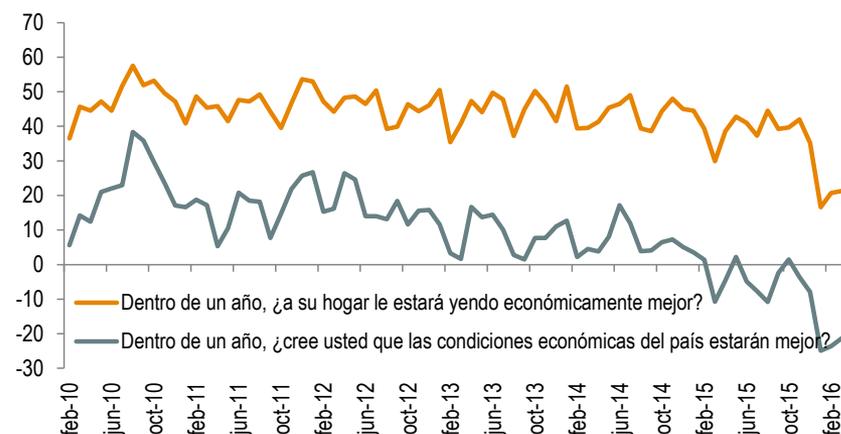


Fuente: DANE, Credicorp Capital

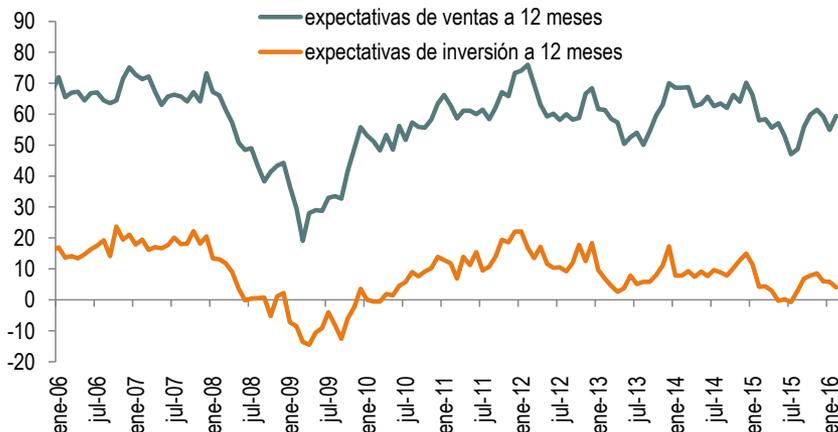
## El sentimiento de los empresarios permanece relativamente alto y difiere con lo registrado en la mayor parte de la región. Esto es consistente con un 'soft-landing' de la economía

- Se destaca el comportamiento reciente de la confianza empresarial en los sectores de la industria, construcción y transporte.
- Esto resulta consistente con nuestras expectativas del comportamiento de la economía por el lado de la oferta.

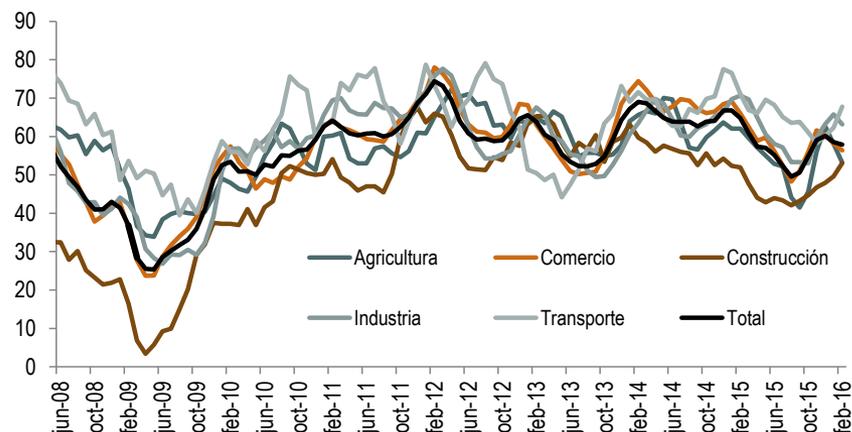
Componentes del índice de expectativas del consumidor (%)



Expectativas a 12 meses de ventas e inversión (%)



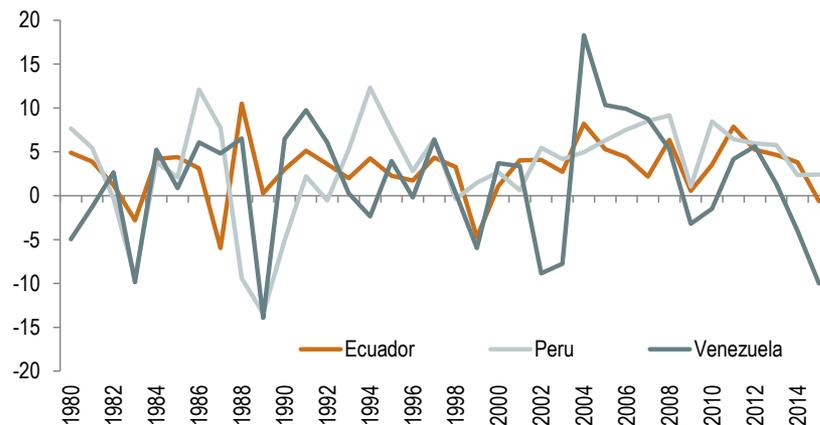
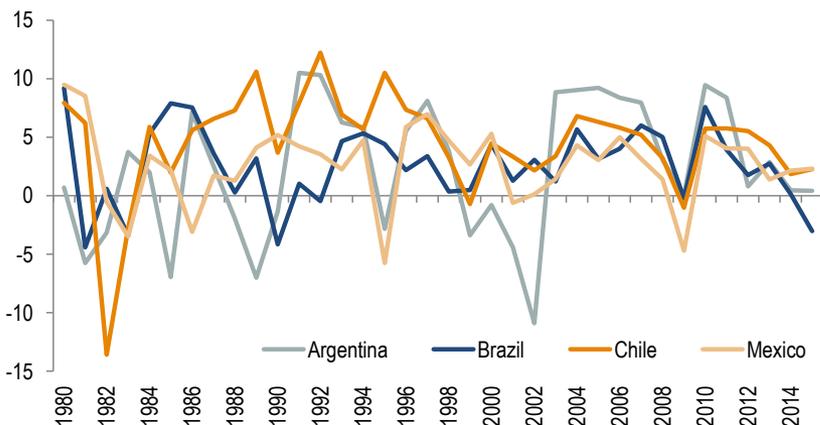
Confianza de los empresarios por sector (% , promedio móvil de 3 meses)



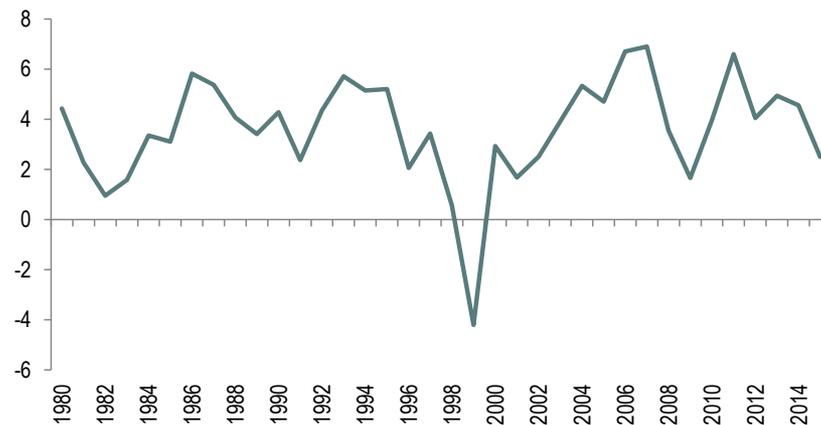
Fuente: Fedesarrollo, BanRep, Credicorp Capital

En general, el país ha demostrado tener la capacidad de resistir choques externos en la últimas décadas, lo cual brinda razones para ser optimistas...

**Crecimiento económico de los países de la región (1980 – 2015)**



**Crecimiento económico de Colombia (1980 – 2015)**

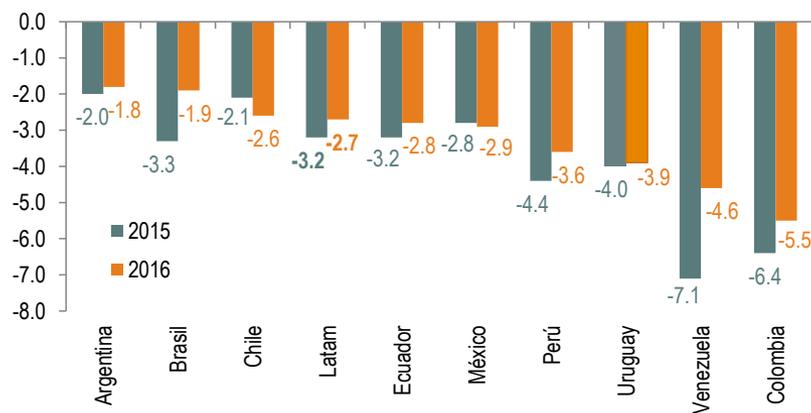


- Desde 1980, los países comparables de la región han registrado 5 recesiones en promedio desde 1980.
- Venezuela (9), Argentina (6), Brasil (6), México (5), Ecuador (4), Perú (4), Chile (3), **Colombia (1)**.

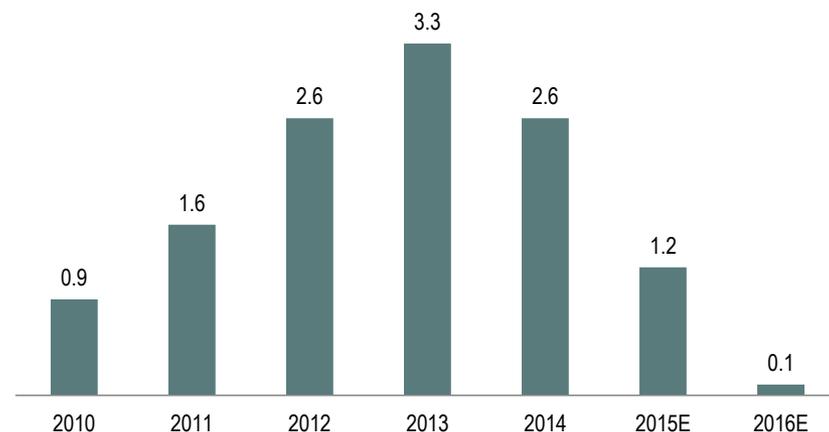
... pero en todo caso, se deben evitar excesos de optimismo en el corto plazo:  
se requiere un ajuste fiscal y externo relevante que responda a un menor ingreso nacional

- Un déficit en cuenta corriente cercano al 6% del PIB en medio de una reducción de las exportaciones de USD 19 bn en 2015, requiere un ajuste importante del gasto interno una vez la demanda externa permanecerá débil.
- Por su parte, el Gobierno Central virtualmente no recibirá ingresos del sector petrolero este año vs. 3.3% del PIB en 2013.
- **Así, la mayor parte del daño sobre las cuentas fiscales ya está hecho, por lo que la reforma tributaria es INDISPENSABLE.**

Balance en cuenta corriente (% del PIB)



Ingresos petroleros del gobierno central (% del PIB)

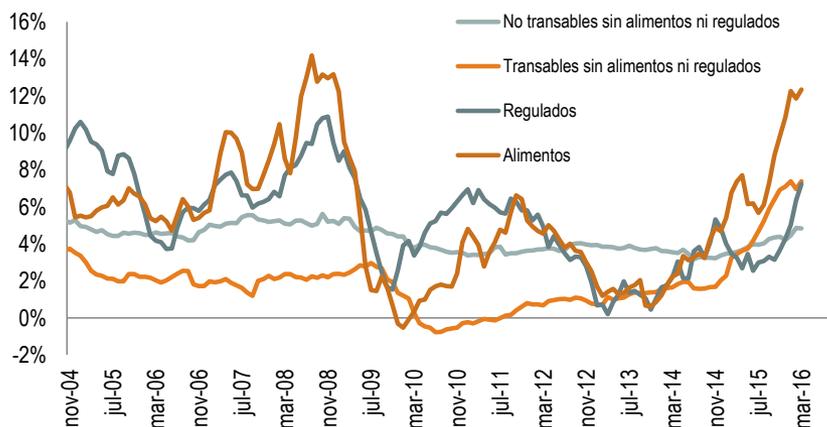


Fuente: Latinfocus, Ministerio de Hacienda, Credicorp Capital

## La política monetaria mantendrá la postura necesaria para el ajuste requerido de la inflación y la demanda interna. La reforma tributaria será relevante para recortes futuros de la tasa repo

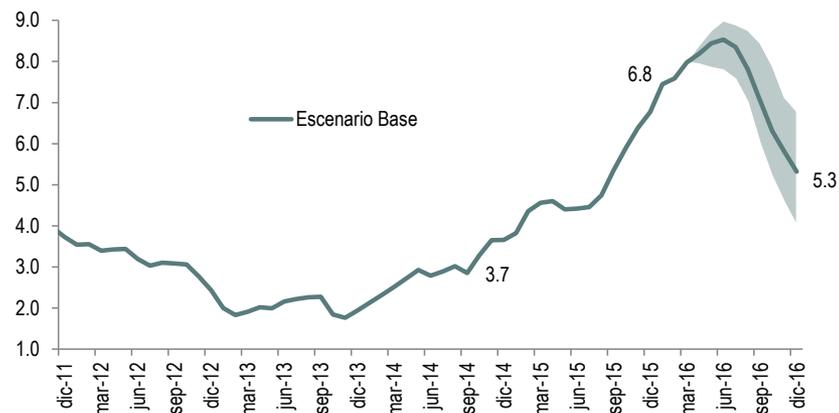
- Debe considerarse que el aumento de precios está dado principalmente por factores temporales: el fenómeno de El Niño y la fuerte depreciación del COP.
- Su gradual reversión debería implicar una fuerte reducción de la inflación a partir de 2S16 en medio de una brecha del producto cada vez más negativa.
- Esperamos que la tasa repo llegue a 7.00% (al menos), dada la persistencia de riesgos sobre las expectativas de inflación en los próximos meses.
- La reforma tributaria es clave para la magnitud de potenciales recortes en la tasa de interés en 4T16-1S17.

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



Fuente: DANE, BanRep, Credicorp Capital

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



Fuente: Credicorp Capital

Así, el resultado sobre la reforma tributaria estructural derivaría en uno de dos escenarios posibles tanto para la economía como los activos locales, en nuestra opinión (¿escenario dicotómico?)

## REFORMA TRIBUTARIA ESTRUCTURAL

***(escenario base)***



Ajuste de cuentas fiscales y externas



En medio de inflación a la baja y desaceleración económica = espacio para reducción de la tasa repo



Estabilidad de la calificación soberana (BBB)



Consolidación de la confianza hacia el país



¿Eliminación del impuesto a extranjeros en TES?



¿Reducción de impuestos corporativos?



**Posibilidad de observar un verdadero punto de inflexión en los activos locales tras tres años de desvalorizaciones**

## SIN REFORMA TRIBUTARIA ESTRUCTURAL



Retraso en ajuste de cuentas fiscales y externas



La política monetaria continuaría cargando con todo el peso del ajuste requerido de la economía



Recorte de calificación soberana (y outlook negativo)



Dudas sobre sostenibilidad de la deuda



Deterioro adicional de la confianza sobre el país

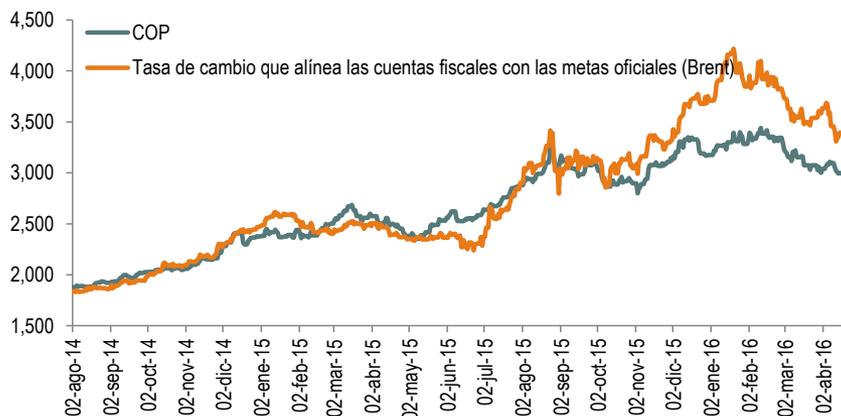


**Incremento sustancial en el costo de financiamiento, afectando tanto a la economía real como los activos de riesgo**

## El COP ha alcanzado nuestro pronóstico fijado para dic-16 en el escenario base: ¿ahora qué esperar?

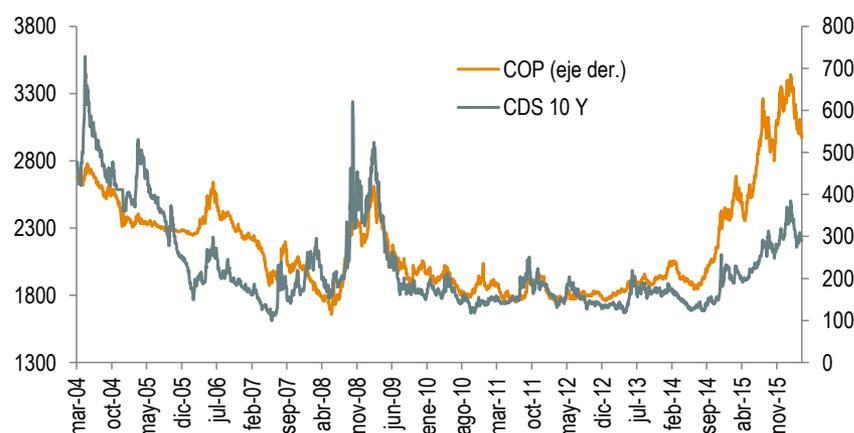
- Las principales razones que explican la tendencia a la baja en la tasa de cambio durante los últimos meses son consistentes con los supuestos subyacentes de nuestro pronóstico para fin de año:
  - i) una estabilización o recuperación parcial de los precios del petróleo en 1S16;
  - ii) una mejora gradual en el déficit en cuenta corriente;
  - iii) flujos crecientes dirigidos al programa 4G;
  - iv) un efecto significativo de la venta de Isagen particularmente en la financiación del déficit en cuenta corriente; y
  - v) monetizaciones por USD ~2.9 mil MM por parte del gobierno este año.

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



Fuente: Ministerio de Hacienda, Bloomberg, Credicorp Capital

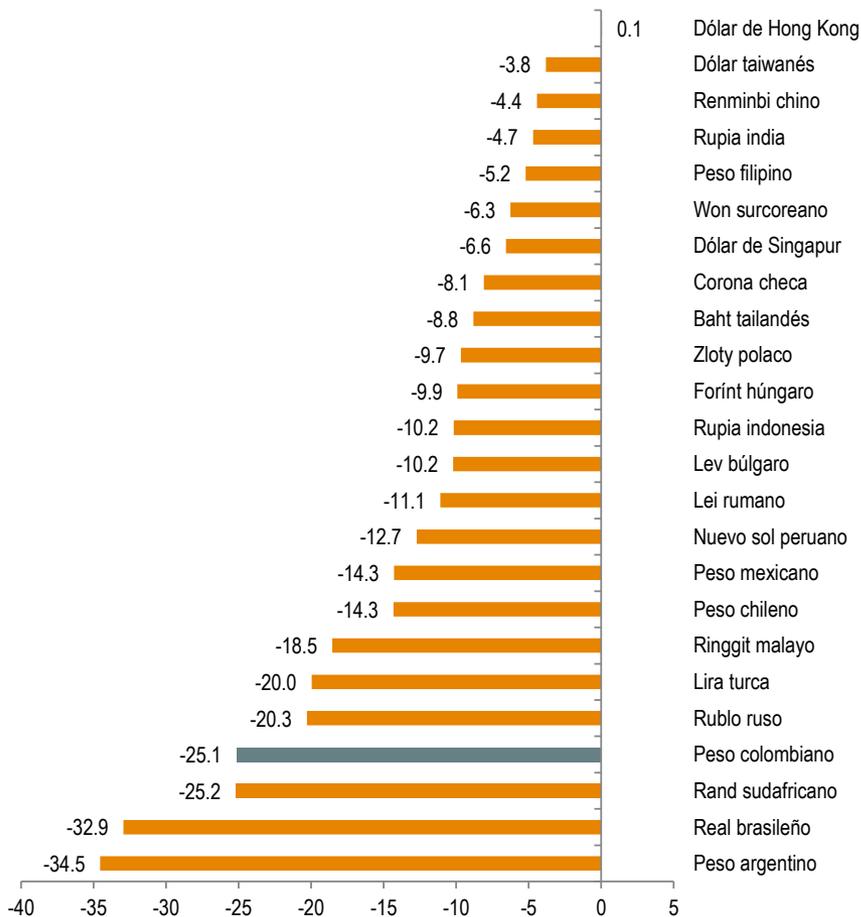
COP y el CDS de Colombia a 10 años



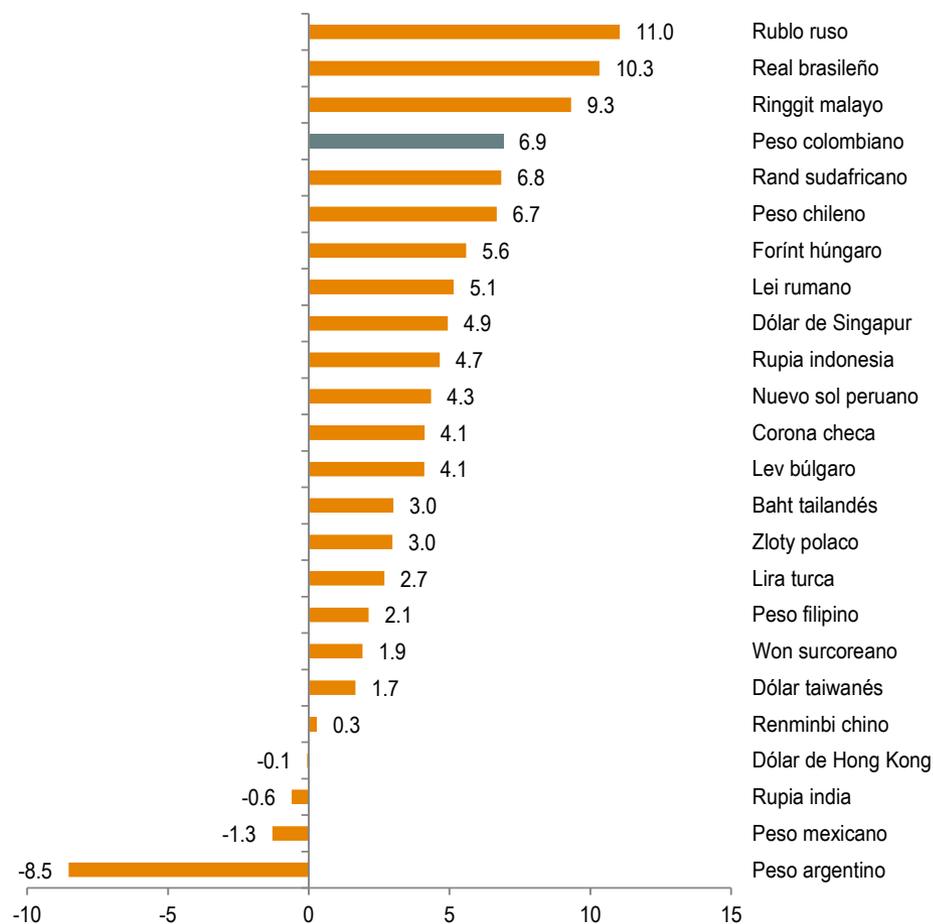
Fuente: Bloomberg, Credicorp Capital

Adicionalmente, el comportamiento relativo del COP podría estar reflejando un *overshooting* desde mitad de 2014

Comportamiento de monedas EM 2015 (%)



Comportamiento de monedas EM 2016 (%)

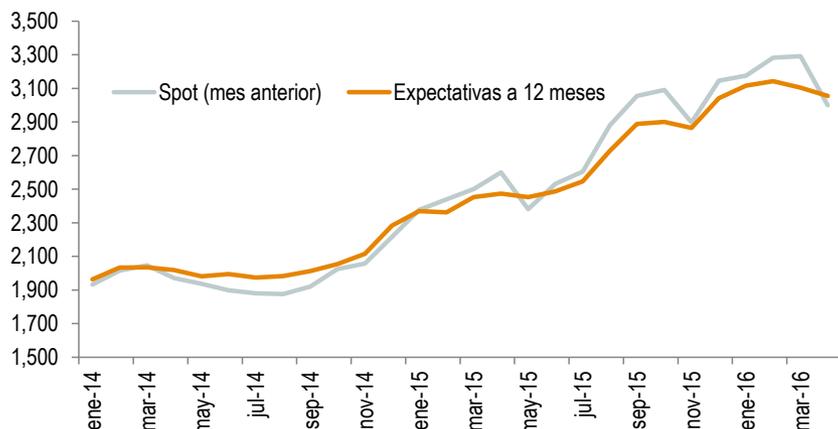


Fuente: Bloomberg. Al 18 de abril

## Dado que nuestra perspectiva macro no ha presentado cambios significativos, mantenemos nuestra estimación para final de año en 2,800-2,900 (la reforma tributaria será clave)

- Aunque continuamos creyendo que cada uno de estos factores seguirá siendo relevante para el mercado cambiario, las preocupaciones sobre los fundamentales, los riesgos políticos locales, y la incertidumbre con respecto a la política de la Fed y la senda de los precios del petróleo, podrían limitar una fuerte apreciación adicional del COP en el corto plazo.
- En consecuencia, creemos que se seguirá observando una alta volatilidad en el mercado cambiario en las próximas semanas/meses, en la medida en que los escenarios locales y externos siguen siendo desafiantes.
- Dado que nuestra perspectiva macro no ha presentado cambios significativos, mantenemos nuestra estimación del COP para final de año en 2,800-2,900. Dicho esto, volvemos a hacer énfasis sobre la importancia de la reforma tributaria, que también será determinante para el futuro comportamiento del COP.

Spot vs. expectativas a 12 meses (Encuesta BanRep)



Fuente: BanRep, Credicorp Capital

Tasa de cambio real (índice, 2010=100)



Fuente: BanRep, Credicorp Capital

## Renta Fija Local

---

El mercado aparenta estar descontando un escenario positivo hacia adelante, lo que implica credibilidad en las autoridades (¿riesgo?)

---

En dic-15, estimamos que el TES 2026 estaría en 7.3%-8.5% para dic-16 con 8.0% como objetivo puntual. Menores niveles vs. los actuales dependerían del cumplimiento del compromiso del MoF

- Para el ejercicio tuvimos en cuenta: i) rendimientos reales de los bonos; ii) el *spread* entre los rendimientos nominales y la tasa de política monetaria; iii) la calificación soberana.
- **Para este ejercicio consideramos un escenario base en el que el gobierno presenta una reforma tributaria estructural en 2S16 y el país mantiene el Grado de Inversión.**
- Concretamente, estimamos que el TES a 10 años (Ago-26) se ubicaría entre 7.3% - 8.5% en dic-16, con 8% como nivel más probable.
- Para el más largo plazo, nuestros resultados sugieren un nivel de 7.2%, para lo cual, la potencial eliminación del impuesto de renta a extranjeros sería relevante.

Promedio del rendimiento real de los bonos a 10 años de los EM (%)

	2001 - 2015	2001 - 2007	2008 - 2015
<b>EM</b>	2.7%	3.4%	2.2%
<b>EM Latam</b>	4.1%	5.2%	3.2%
<b>EM ex-Latam</b>	2.3%	2.9%	1.7%

Fuente: Credicorp Capital

Promedio del *spread* entre el rendimiento nominal de los bonos a 10 años y la tasa de política monetaria de los EM (pb)

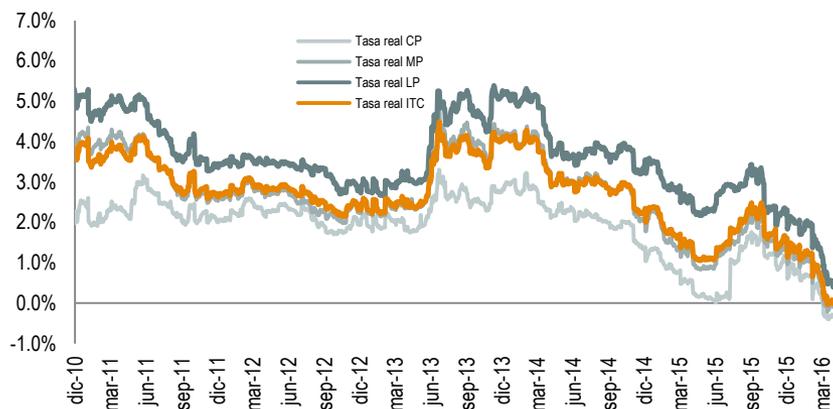
	2001 - 2015	2001 - 2007	2008 - 2015
<b>EM</b>	239 bps	340 bps	150 bps
<b>EM Latam</b>	399 bps	649 bps	180 bps
<b>EM ex-Latam</b>	199 bps	270 bps	137 bps

Fuente: Credicorp Capital

## Entonces, a pesar de su reciente comportamiento, la aprobación de una reforma tributaria será determinante para el comportamiento de la deuda pública en el mediano-largo plazo

- Las sorpresas sobre la inflación siguen respaldando la recomendación en títulos TES UVR de corto plazo. En todo caso, creemos que es probable que la tendencia alcista de la inflación empiece a moderarse en los próximos meses, por lo que no incluimos títulos de deuda corporativa en IPC en los *top picks*.
- Adicionalmente, teniendo en cuenta los escenarios de rentabilidad y nuestra expectativa de que la tasa repo podría llegar al 7.0% bajo el actual ciclo de ajuste, mantenemos nuestra recomendación de exposición a la deuda corporativa indexada al IBR con vencimiento a un año y medio.
- Consideramos que la reforma tributaria será determinante para que se materialice un escenario positivo de carácter más estructural sobre los TES COP, en el cual el ajuste de la economía siga siendo ordenado y la confianza de los inversionistas sobre las instituciones económicas permanezca resistente, en medio de una potencial tendencia bajista en la inflación y la tasa repo ene 4T16-1S17.

### Tasa reales – Índices de TES Credicorp Capital



Fuente: Credicorp Capital

### Recomendaciones abr-16

Destacados renta fija	Nivel indicativo de compra
TES UVR May-17	1.98%
Financiero IBR AAA Oct-17	IBR + 2%
Liquidez	-

Fuente: Credicorp Capital

## Acciones Colombia

---

Postura más conservadora: se ha contraído el retorno potencial tras el *rally*

# ¿De dónde venimos?

Algunas generalidades

# Resumen año 2015: tercer año consecutivo con el mercado en rojo

⬇️ Precios de petróleo

⬇️ Desaceleración del PIB

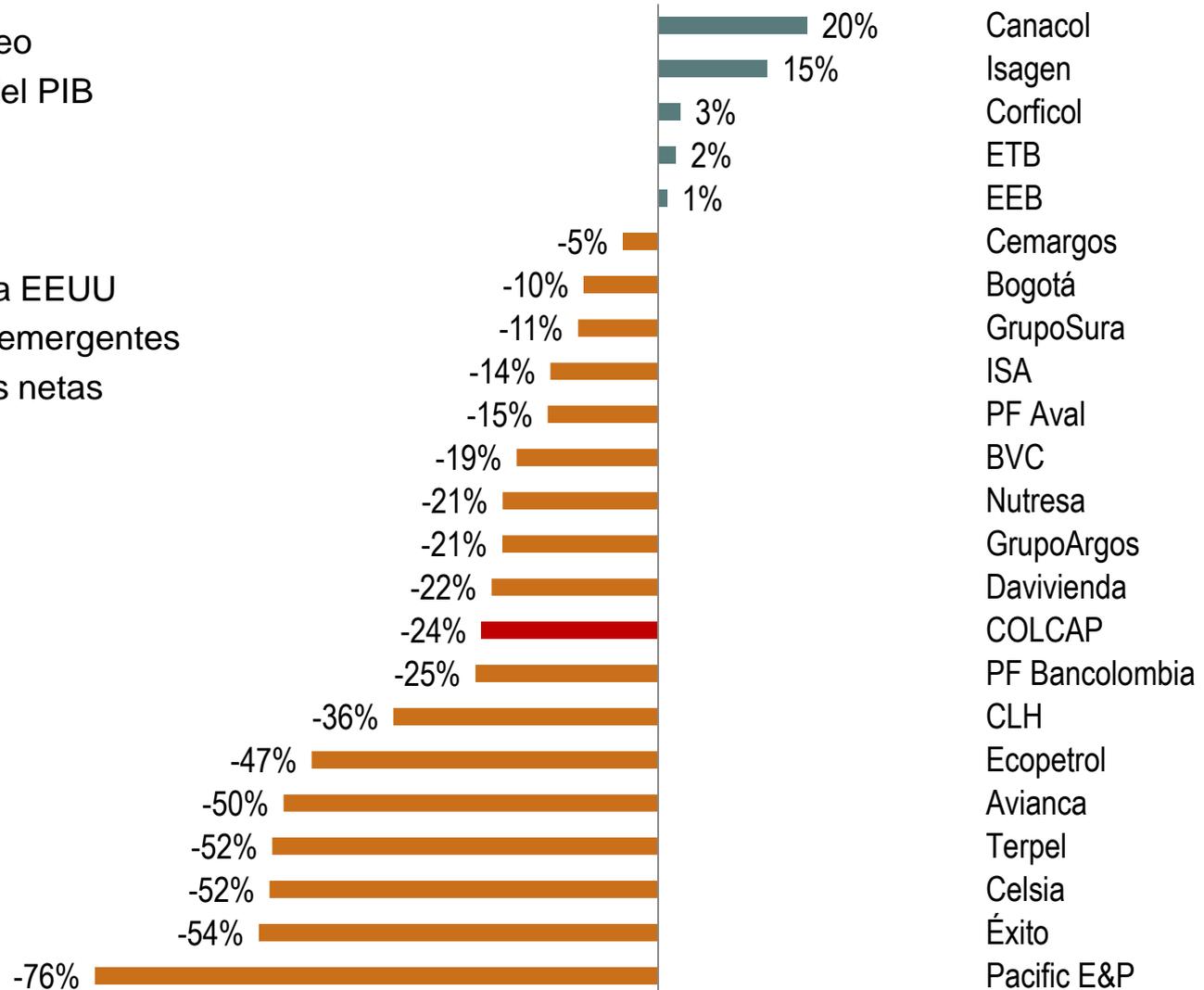
⬇️ Déficits gemelos



⬇️ Política monetaria EEUU

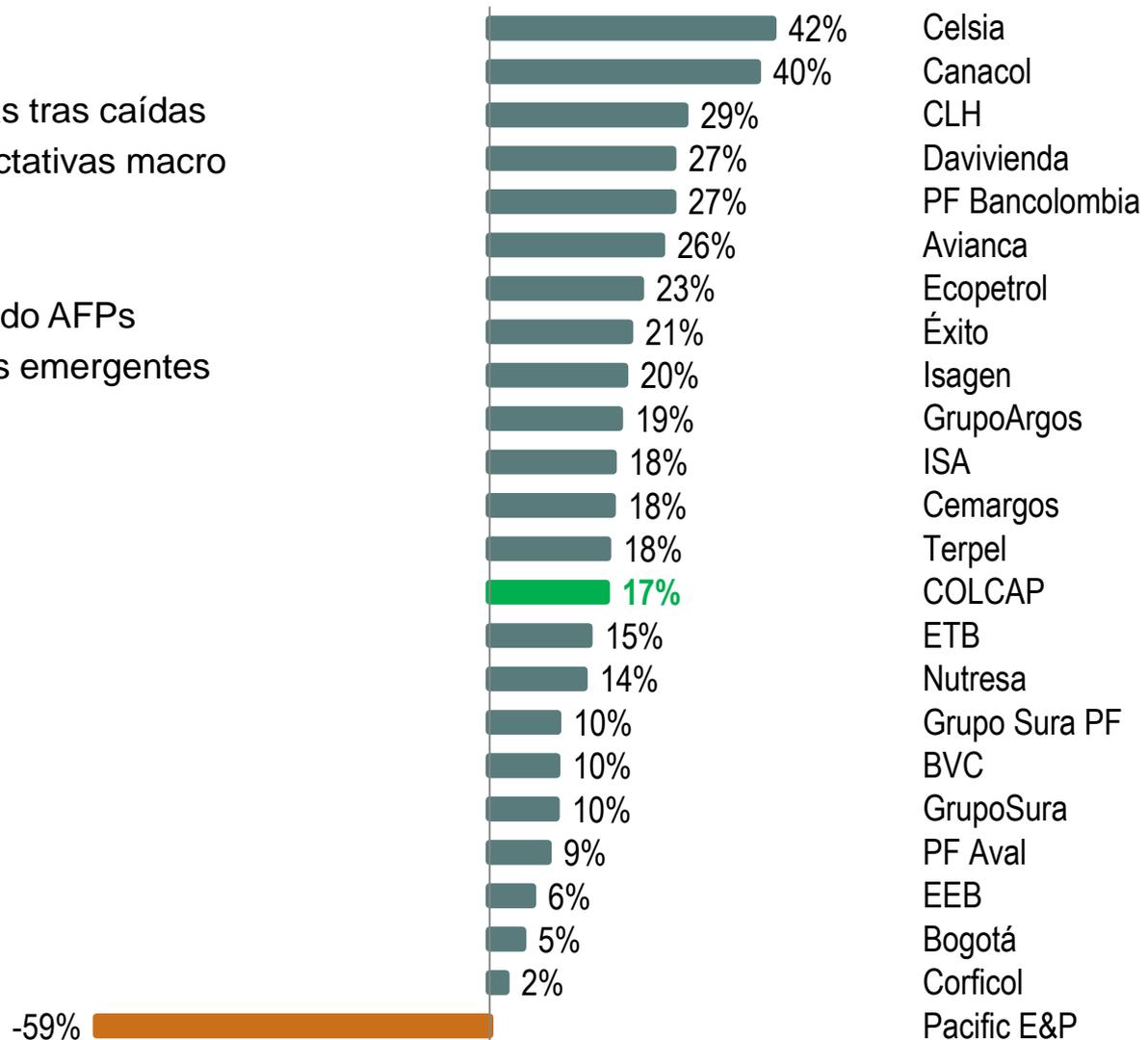
⬇️ Flujos mercados emergentes

⬇️ AFPs vendedoras netas



## Resumen 2016: el rally sorprendió a todos, borrando el 2015

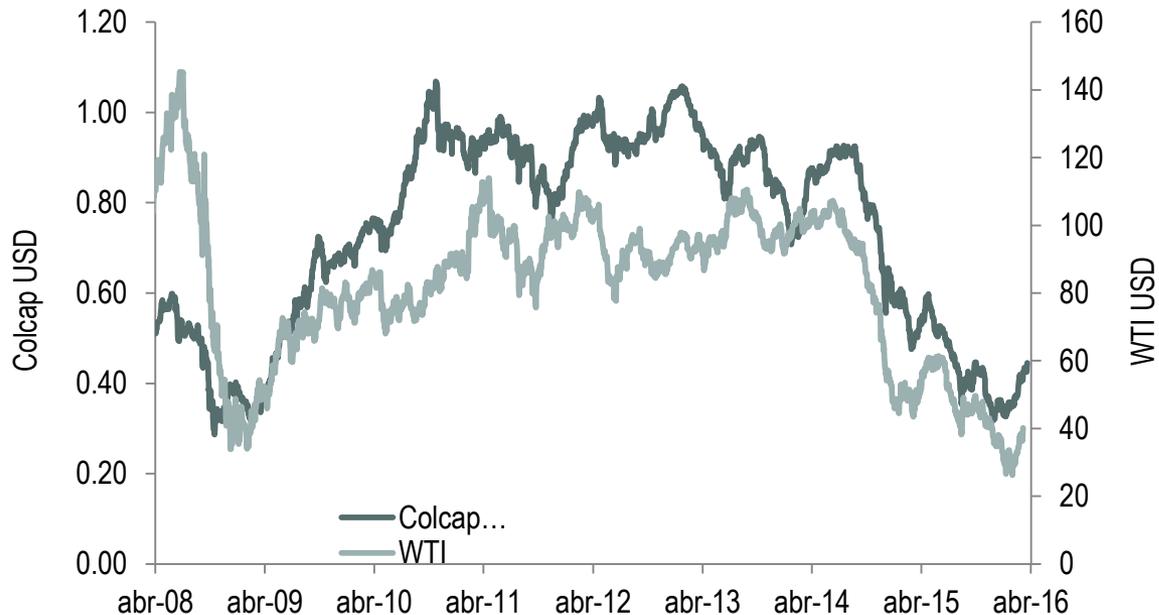
- ↑ Precios de petróleo
  - ↑ Valoraciones atractivas tras caídas
  - ↑ Fin de ajuste en expectativas macro
- +
- ↑ Sentimiento de mercado AFPs
  - ↑ Flujos hacia mercados emergentes



## COLCAP: la correlación con el petróleo es innegable

- Las acciones locales han seguido de cerca el comportamiento del precio del crudo.
- Esta evidente correlación se ha acentuado en 2014-2016
- Ahora tiene más que ver con el impacto macroeconómico que con la composición de la bolsa; Ecopetrol ahora pesa menos del 10% del COLCAP.

COLCAP vs. WTI 2008-2016

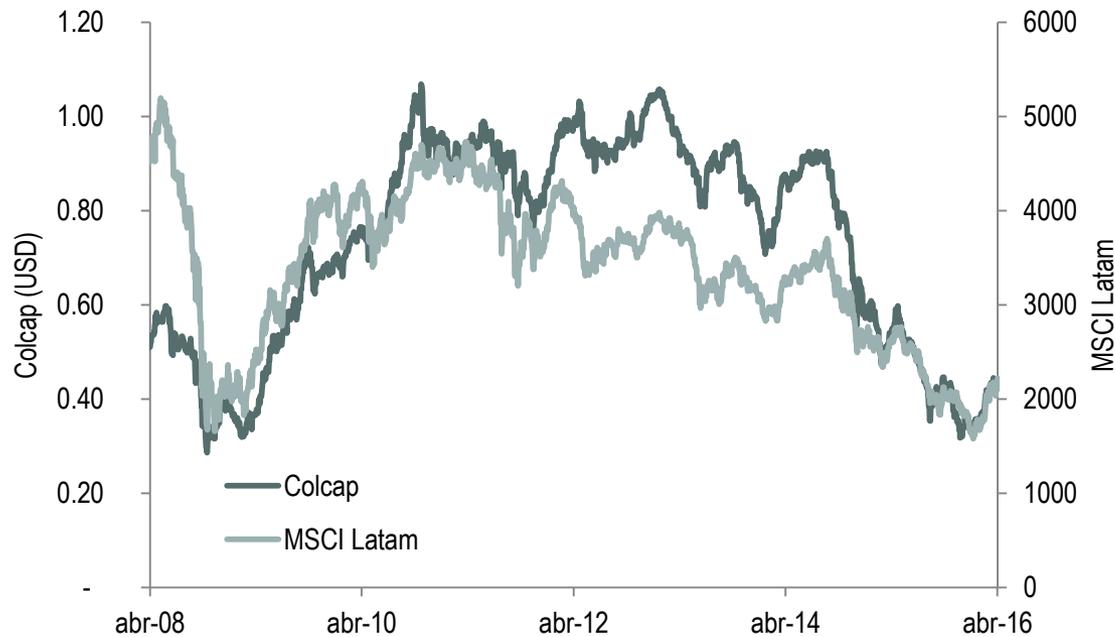


Fuente: Bloomberg, Credicorp Capital

## Los flujos a emergentes: Colombia no es un fenómeno aislado

- El comportamiento de Colombia tiene mucho que ver con el resto de la región
- La política monetaria en Estados Unidos, los ciclos de los precios de los bienes básicos, y la situación de los grandes emergentes (China, Rusia, Brasil), afectan transversalmente a la región.

COLCAP vs. MSCI Latinoamérica 2008-2016

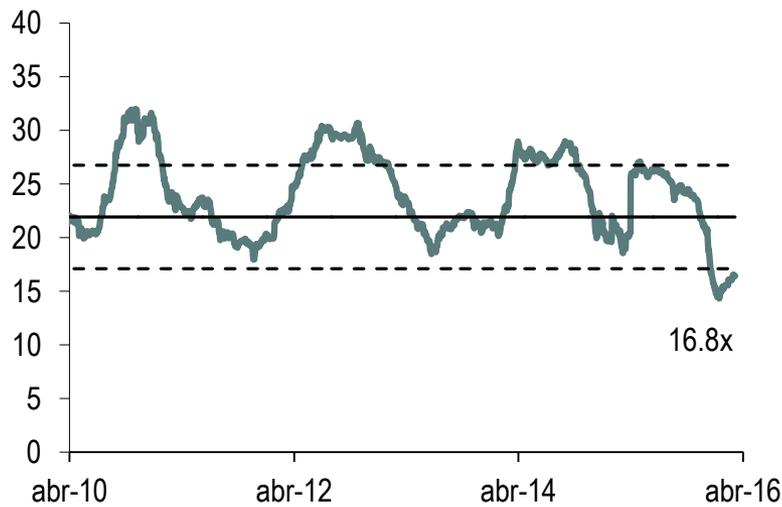


Fuente: Bloomberg, Credicorp Capital

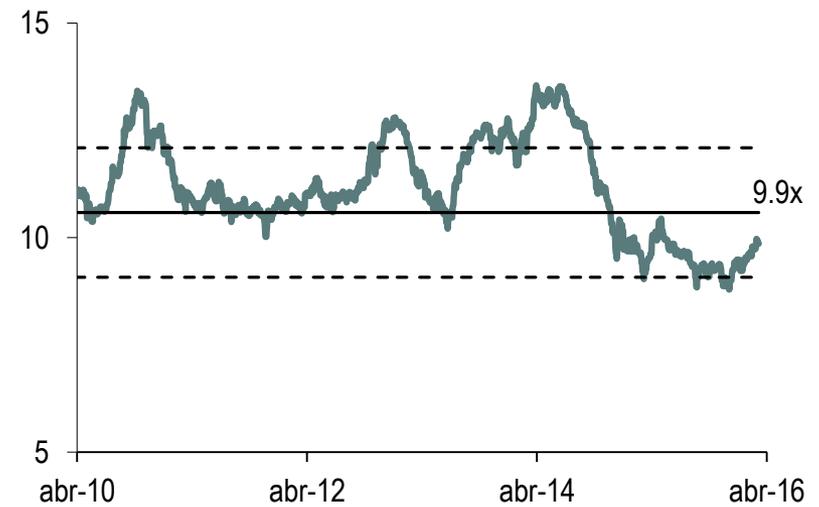
## Valoración relativa es menos atractiva luego del rally

- Las acciones locales se siguen transando en niveles inferiores a sus múltiplos históricos, particularmente en la relación P/U.
- El fuerte descuento frente a la historia y la región, se ha venido cerrando fuertemente.
- Nuestra tesis de 2015, de un mercado injustificadamente barato, se ha materializado.
- Esperar mejoras adicionales de los múltiplos es difícil en el contexto actual: algo sustancial debería cambiar en los fundamentales macro o en los flujos a mercados emergentes.

COLCAP P/U Forward



COLCAP VE/EBITDA Forward

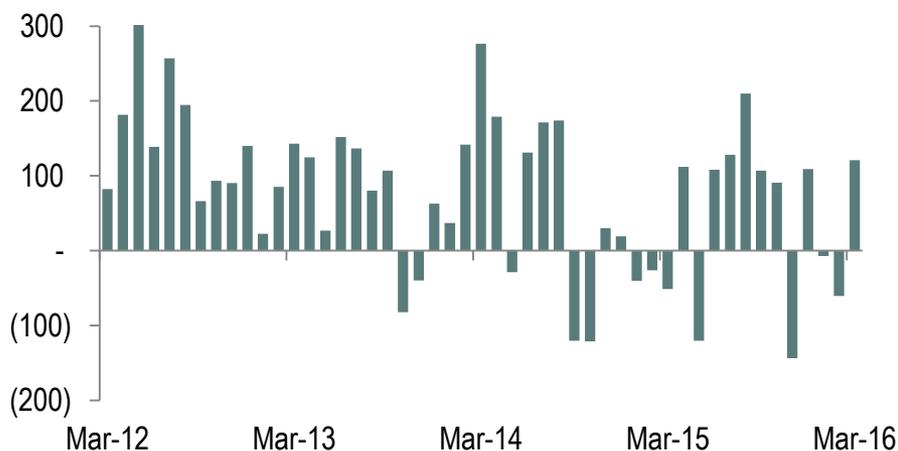


Fuente: Credicorp Capital

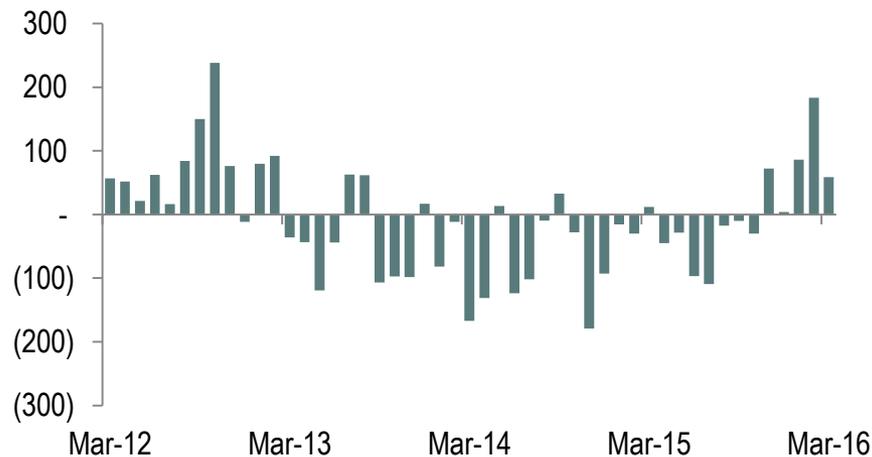
## Cambio relevante en sentimiento de mercado

- El sentimiento entre institucionales locales pasó a ser mucho más positivo (valoraciones atractivas).
- Las AFPs han sido las mayores compradoras netas de acciones colombianas desde Nov-2015. Vienen cerrando su apuesta a mercados externos (denominados en USD).
- Se ha abierto espacio con operaciones puntuales, como la OPA de Isagen.
- La creación de unidades de los ETFs locales, ha sido sorprendente.
- Los extranjeros continúan sin vender de forma direccional (los rebalances del MSCI explican mucho); las operaciones recientes parecen indicar más recomposición de portafolios; luego de 5 años consecutivos de compras netas.

Transacciones netas: Inversionistas Extranjeros (USD mn)



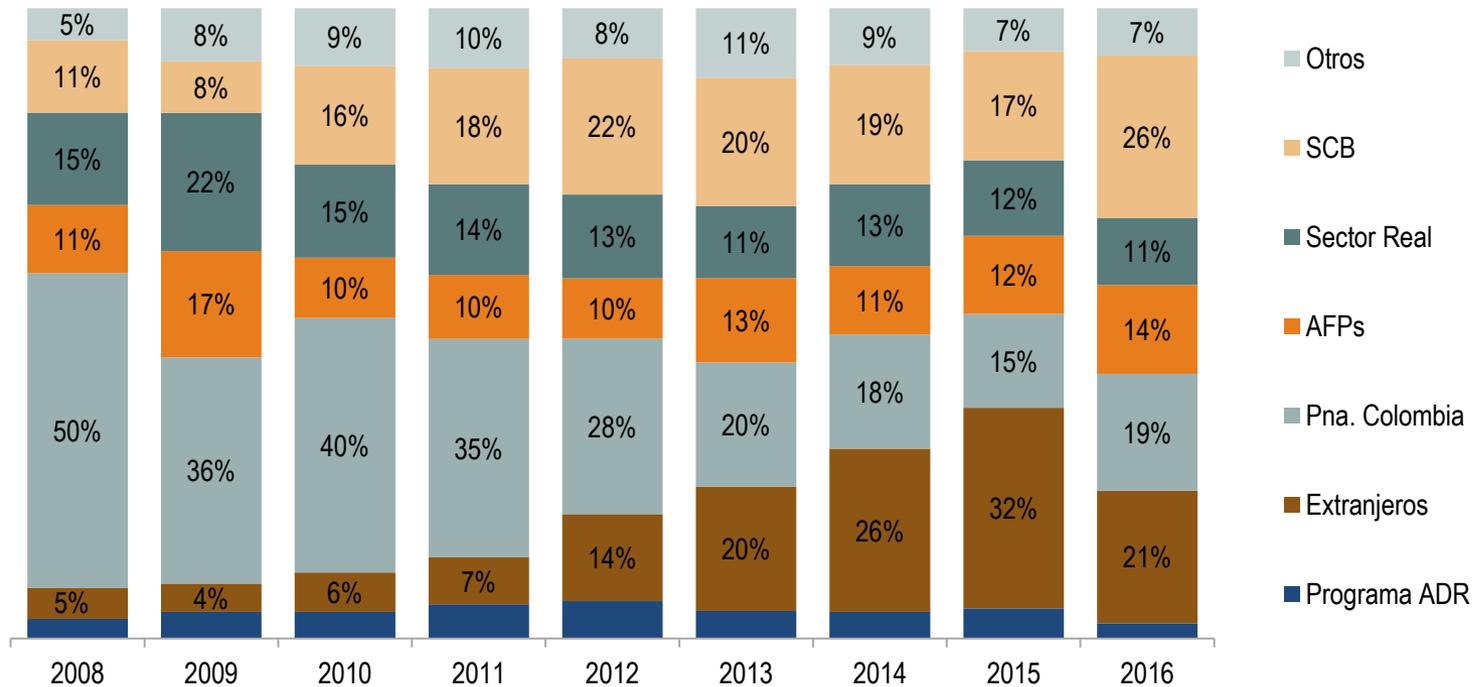
Transacciones netas: Fondos de Pensiones (USD mn)



## Participación en volumen negociado

- La mayor importancia de los extranjeros es evidente.
- Las personas naturales se alejan cada vez más del mercado, al menos de forma directa; la inversión a través de vehículos de administración profesional gana terreno. La apatía, la renuencia a materializar pérdidas y la falta de nuevas emisiones, también explican este comportamiento.

### Participantes de mercado – compras + ventas



Fuente: BVC, Credicorp Capital

# Hablando del mercado completo

Preferimos una postura más cautelosa

# Estrategia regional: Colombia pierde atractivo tras el rebote

---

## Largo plazo

**(12-to-18 meses)**

---

### Subponderar

- (+) Sentimiento de mercado entre locales ha mejorado
- (+) Impulso de los programas de infraestructura
- (+) COP con devaluación limitada
- (-) Retorno potencial 2016 se ha reducido por fuerte desempeño
- (-) Reforma tributaria en 2S16 (recientemente pospuesta)
- (-) Producción de petróleo y precios del crudo
- (-) Déficits gemelos
- (-) Inflación fuera del rango objetivo; BanRep en ciclo alcista

### Estrategia:

Favorecemos nombres expuestos a infraestructura; diversificación geográfica y por líneas de negocio; proyectos de crecimiento convincente; expuesición positiva al USD es deseable.

### Top picks:

Corficol, CLH

---



---

## Corto plazo

**(1-to-3 meses)**

---

Desaceleración de la economía a 3.1% en 2015 (2.3% esperado en 2016); la inflación por fuera del rango objetivo del Banco Central para el final del 2016; COP con devaluación limitada; valoraciones menos convincentes después del rally de 4 meses

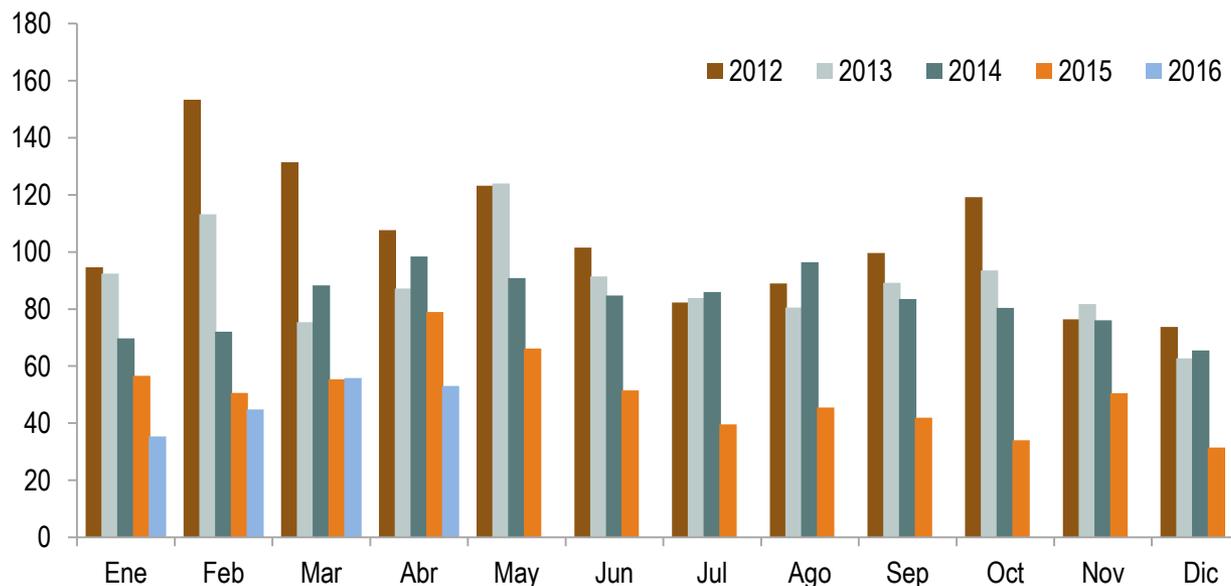
### Ideas de Corto Plazo:

Corficolombiana, CLH, Bancolombia, Celsia, ETB

## Volumen promedio negociado

- En lo corrido de 2016, el volumen negociado ha venido mostrando una recuperación, tanto en COP como en USD.
- Sin embargo, seguimos muy lejos de los niveles observados tan sólo 3 o 4 años atrás.
- Bajos volúmenes = extranjeros exigen mayores descuentos para compensar riesgo de liquidez.

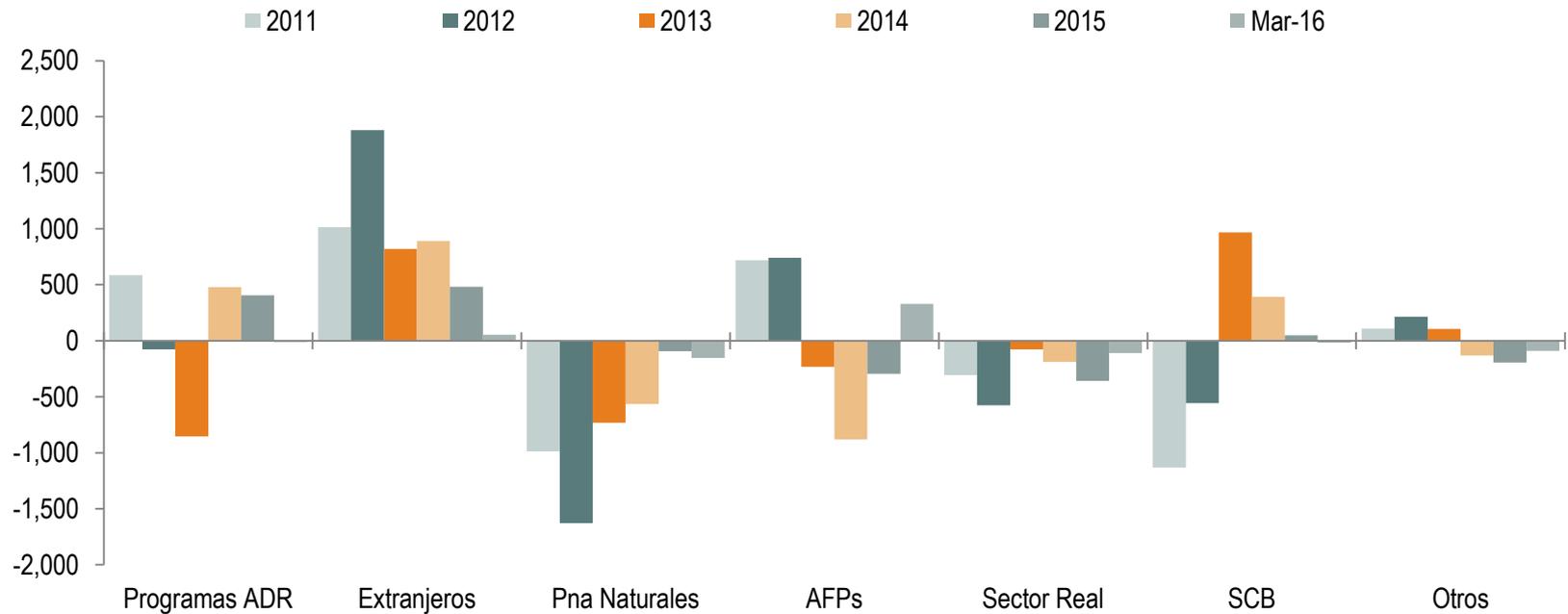
BVC - Volumen operado por mes (USD mn)



Fuente: BVC, Credicorp Capital

# Colombia: participantes de mercado – compras netas

Participantes de mercado – compras netas anuales (USD mn)



Fuente: BVC, Credicorp Capital

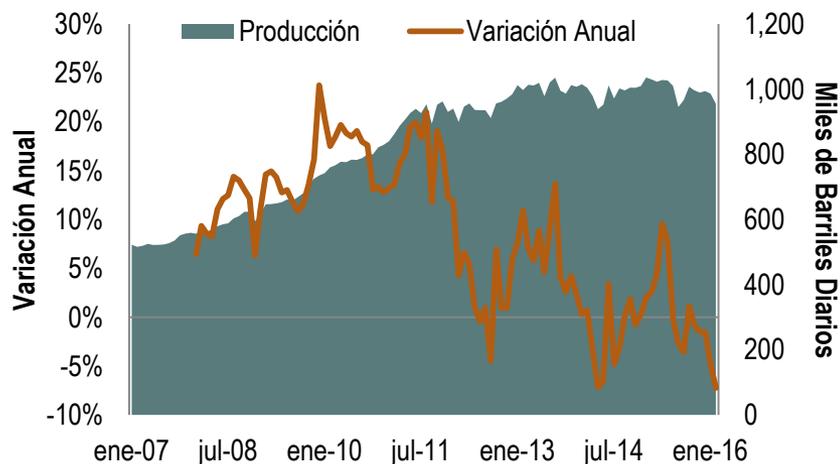
# Análisis sectorial

Infraestructura: llamado a ser el protagonista

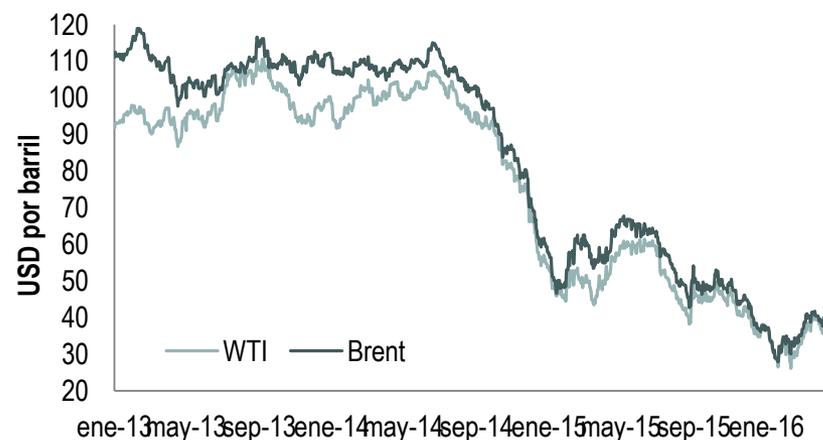
## Sector de petróleo & gas continúa enfrentando retos significativos

- Los precios de petróleo continúan afectando el panorama del sector. Las compañías han recortado de manera significativa su plan de inversiones hacia actividades exploratorias. Lo anterior, consideramos que tendrá un efecto negativo en la adición de reservas durante los próximos años.
- La producción de petróleo en Colombia ha caído por debajo de 1,000 kbpd en forma consistente. Dado los múltiples desafíos que enfrenta la industria (precios, consultas previas, licencias ambientales, menor inversión) no esperamos una recuperación en el corto – mediano plazo.
- Los descubrimientos de recientes de gas y la coyuntura de precios por el escenario actual entre oferta/demanda favorece la exposición a compañías con una producción ligada a este mercado.

**Producción mensual de petróleo en Colombia**



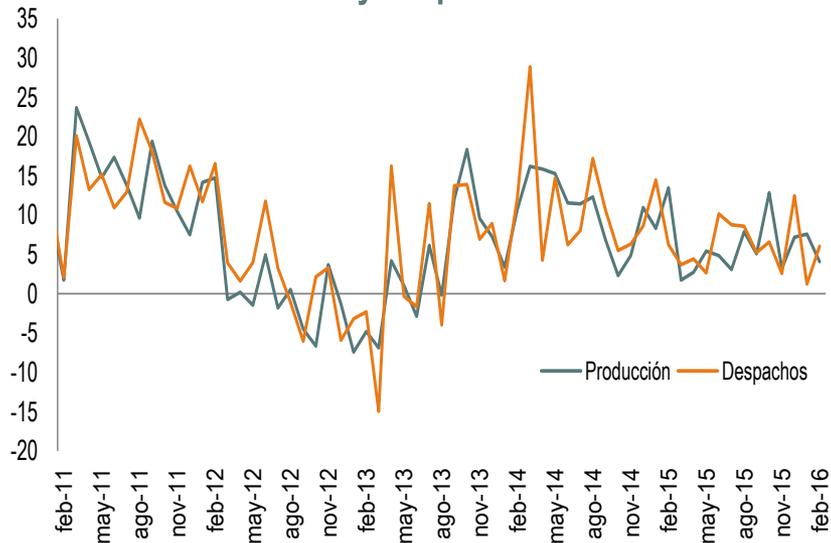
**Precios de petróleo 2013-2016**



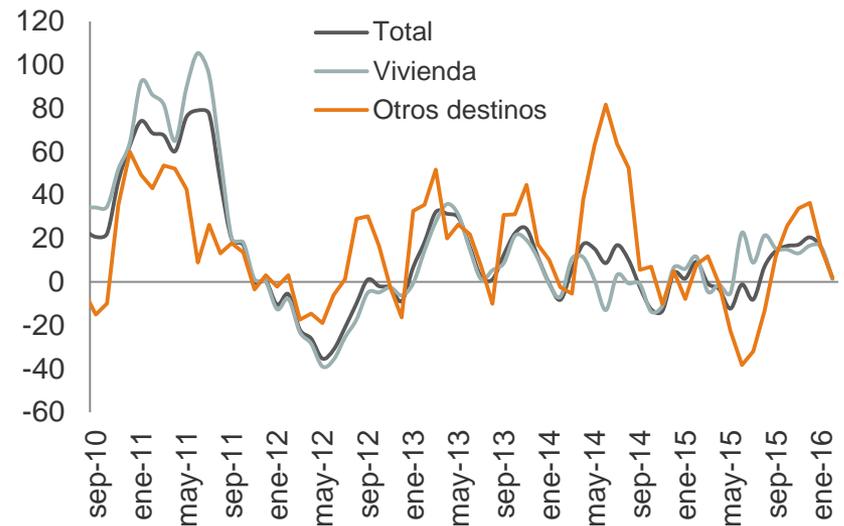
# Cemento y construcción liderará crecimiento

- Los despachos de cemento vienen creciendo a tasas saludables y se espera un impulso hacia finales del año cuando los proyectos 4G empiecen a demandar materiales de construcción
- Los proyectos de VIS y VIP están soportando el crecimiento y el gobierno nacional está comprometido a construir 450mil casas hasta el 2018.
- Las licencias de construcción mantienen una tendencia neutral a positiva en el promedio de los últimos tres meses soportado por vivienda (VIS y no VIS)

**Producción y despachos de cemento**



**Licencias totales**

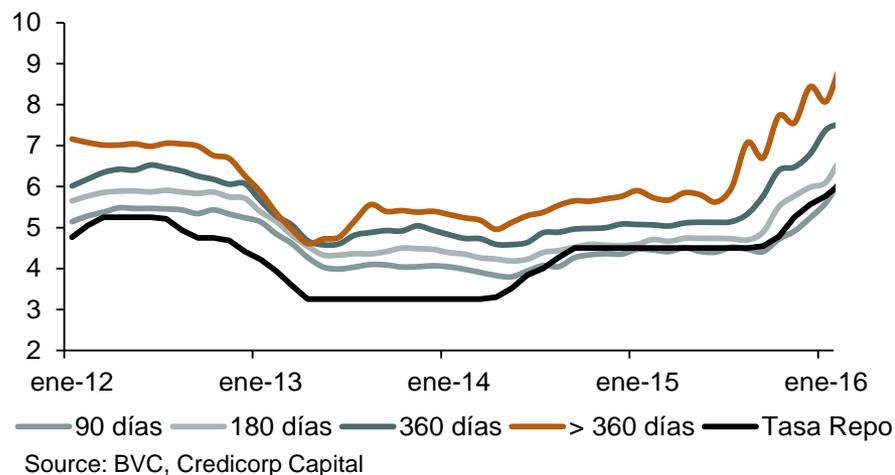


Source: BVC, Credicorp Capital

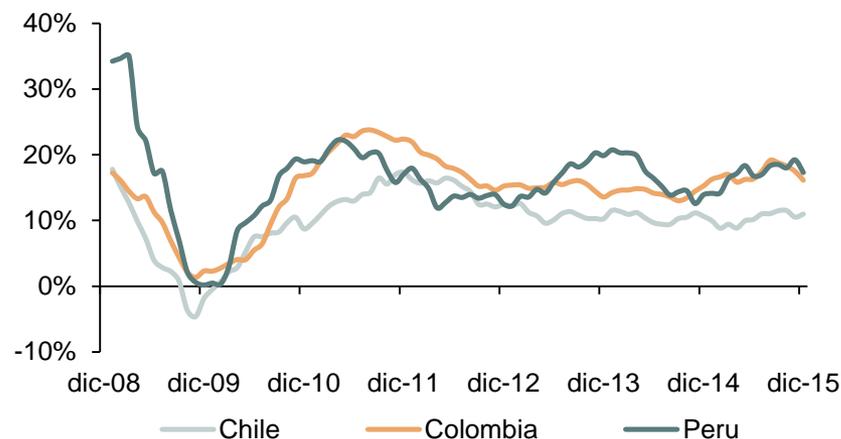
## Una menor liquidez en el sector bancario en 2016...

- La liquidez del sector bancario se ha reducido teniendo en cuenta la relación de cartera a depósitos.
- Varios factores han afectado la liquidez del sector incluyendo: i) menor participación del sector petrolero vía depósitos y regalías; ii) creación de la Cuenta Única Nacional, que ha reducido la liquidez del sector público en el sistema financiero; iii) ciclo alcista en la tasa de intervención; iv) mayor apetito por plazos largos en depósitos por parte de la banca, en preparación a la financiación de las 4G.
- Aunque la menor liquidez podría afectar el crecimiento de la cartera en 2016 (estimamos un crecimiento entre 9%-11% a/a para el año), la banca colombiana es sensible por el lado de los activos al ciclo de tasas. Esto implica que el contexto debería reflejarse en un mayor margen. La gran incertidumbre es si el deterioro de la calidad de la cartera borraría este aumento en NIM.

Tasas de captación de depósitos



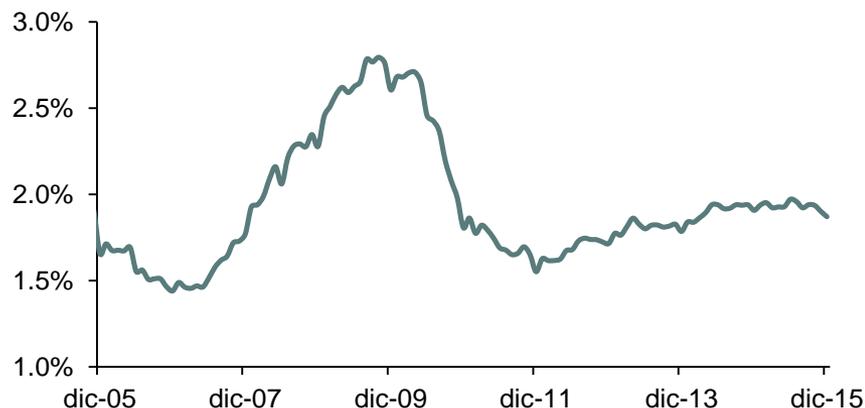
Crecimiento en cartera en la región (% cambio a/a)



## ... pero la mayor preocupación es la calidad de la cartera...

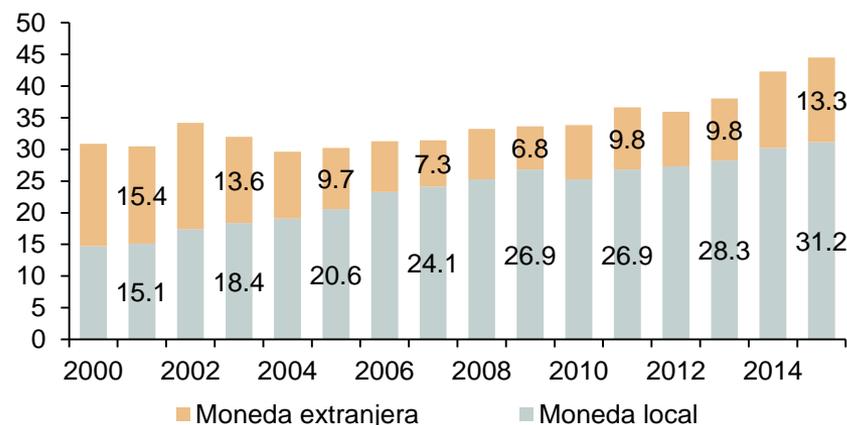
- Hasta ahora, la calidad de la cartera ha sido resistente al ajuste de la economía colombiana.
- El costo del crédito aumentaría en el transcurso del año: i) aunque la exposición al sector petrolero es relativamente pequeña (1.5% de la cartera total, sin transporte), algunos clientes empresariales podrían tener descalces cambiarios deteriorando su perfil de riesgo; ii) esperamos un aumento importante en la tasa de desempleo, que podría deteriorar la calidad de los clientes personas naturales.
- El sistema parece bien preparado para enfrentar estos riesgos. La cobertura de la cartera vencida se mantiene alta, y en el segmento de consumo la banca ha migrado hacia nóminas que son relativamente más seguros. En hipotecas, el LTV es saludable, en 49% para cartera tradicional. La mayor preocupación por parte de las calificadoras viene por el lado de la solvencia de algunos jugadores.

Evolución de la calidad de la cartera (+ 90 días de mora)



Source: BVC, Credicorp Capital

Endeudamiento corporativo (% PIB)



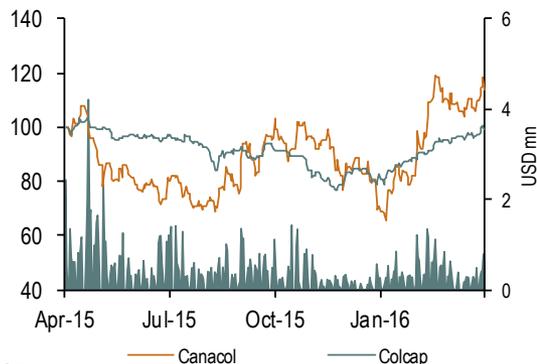
# Los nombres que nos gustan

Las alternativas con potencial para lo que resta de 2016

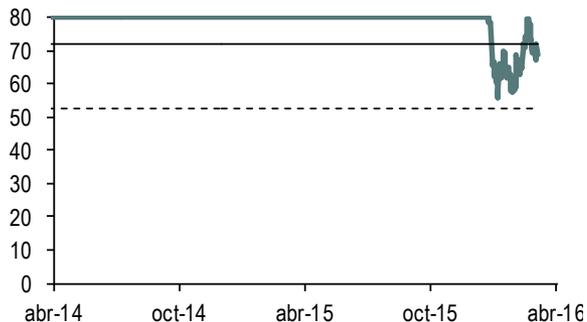
# Canacol Energy

## MANTENER / P.O. 7,500

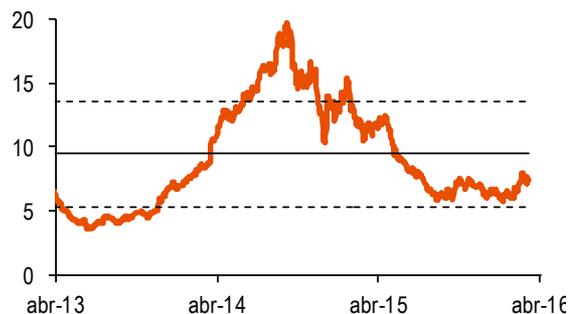
Canacol vs Colcap



P/E Forward



FV/EBITDA Forward



### Tesis de inversión

**Hemos cambiado nuestra recomendación de COMPRAR a MANTENER luego de una valorización de +38% después de la actualización previa.** Nuestro P.O se ubica en COP 7,500/acción; sin embargo, nuestro modelo no incluye el descubrimiento reciente en Oboe - 1 y nuestra visión sobre la compañía es positiva.

**Visibilidad en términos de producción y generación de caja.** Esperamos que CNE pueda incrementar su producción hasta niveles de ~17,000 bdped en 2016. Esto contrasta con los 9,064 bdped reportados en 4Q15. Adicionalmente, estimamos que el EBITDA en 2016 será más de 2x superior a 2015.

**La diversificación es clave para la estrategia de CNE.** El 88% de las reservas 2P (netas totales) de la compañía no están expuestas a la volatilidad de los precios de petróleo (81.2% gas natural).

**El perfil crediticio mejoraría en 2016.** Los nuevos contratos de gas ayudarían a reducir el endeudamiento (Deuda financiera / EBITDA a 2x en 2016 desde niveles superiores a 5x en 2015).

**Riesgos a nuestra tesis.** Retraso en los contratos de gas, menores precios de petróleo y riesgo político (particularmente en Ecuador).

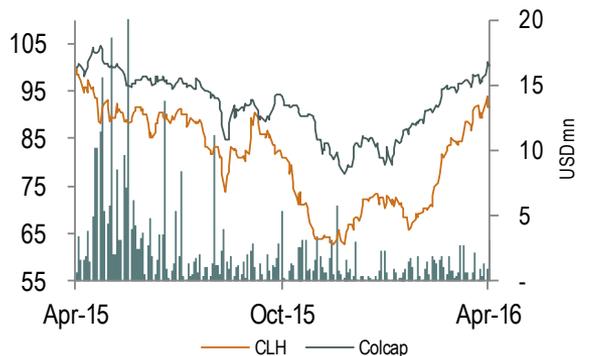
#### Resumen de valoración

	2015	2016E	2017E
FV/EBITDA	16.7	5.0	4.1
P/E	NM	69.7	30.0
P/BV	1.1	1.1	1.1
P/CF	50.1	4.3	3.5
Div. Yield	0.0%	0.0%	0.0%

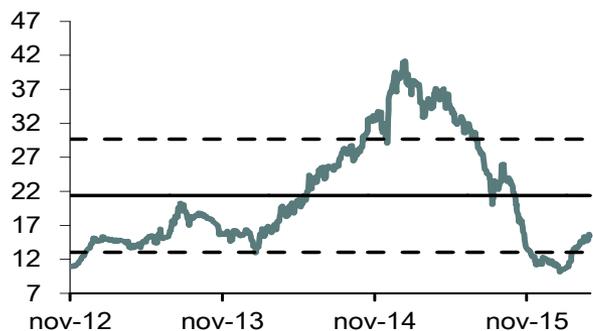
# Cemex Latam Holdings

**COMPRAR / P.O. 13,500**

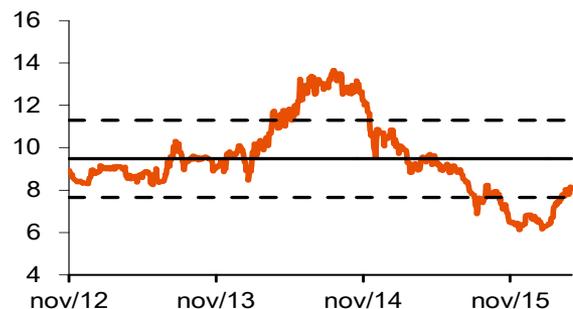
CLH vs Colcap



P/E Forward



FV/EBITDA Forward



## Tesis de inversión

**La recuperación de la participación de mercado en Colombia es clave** para el desempeño de Colombia y cualquier apreciación de la tasa de cambio va a ser positivo para el comportamiento de la acción.

**Mantenemos una visión positiva en Colombia.** Los proyectos 4G y los programas de vivienda del Gobierno nacional van a soportar el crecimiento de la compañía en los próximos años.

**Estimamos que el margen EBITDA para el 2016 va a ser cercano a 31%**, esto debido a la debilidad de la tasa de cambio y al incremento de concreto en el portafolio de productos.

**Nuestra recomendación se basa en una métricas atractivas de valoración** y consideramos que los fundamentales de la compañía siguen positivos y desacoplados del entorno macroeconómico retador del 2016.

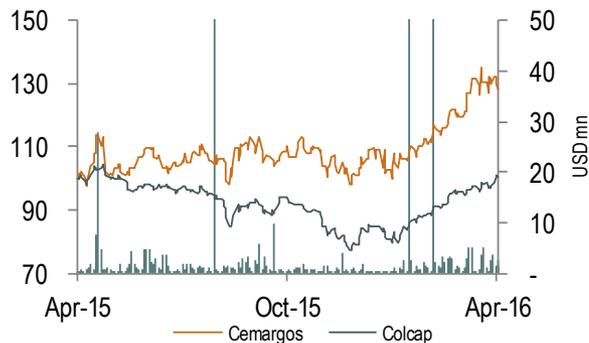
## Resumen de valoración

	2015	2016E	2017E
FV/EBITDA	6.3	8.2	7.1
P/E	18.8	15.9	13.9
P/CF	5.6	25.9	8.0
P/BV	1.4	1.6	1.5
Div. Yield	0.0%	0.0%	0.0%

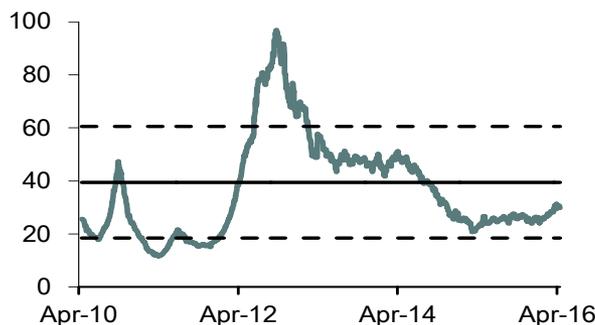
# Cemargos

## MANTENER / P.O. 11,500

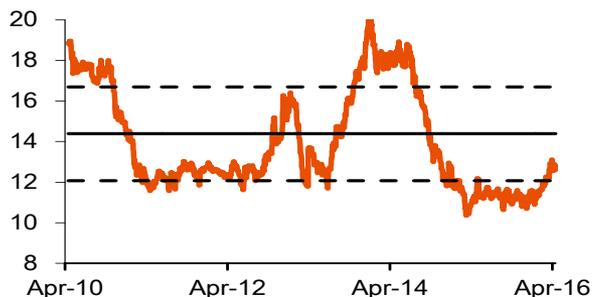
### Cemargos vs Colcap



### P/E Forward



### FV/EBITDA Forward



### Tesis de inversión

**Los ingresos de los Estados Unidos seguirán siendo positivos en los próximos trimestres.** La recuperación de los Estados Unidos va a mejorar las cifras financieras de Cemargos ya que se esperan mejores márgenes y la consolidación en COP juega a su favor.

**Mantenemos una visión positiva en Colombia.** La ganancia de participación de mercado en el año 2015 y los proyectos 4G van a soportar el crecimiento de la compañía en los próximos años.

**Cemargos está bien posicionada para ser competitivo** y la expansión de Sogamoso (+2,3Mt/yr) va a entrar en operación en el 2018, donde se espera el pico de la demanda.

**Cobertura natural de tasa de cambio.** El riesgo cambiario está mitigado parcialmente por los ingresos y EBITDA de los Estados Unidos y Caribe.

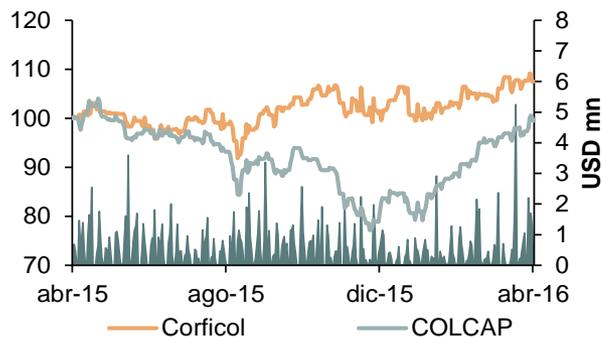
### Resumen de valoración

	2015	2016E	2017E
FV/EBITDA	12.7	13.2	11.7
P/E	26.8	31.0	24.3
P/CF	16.9	41.8	16.8
P/BV	1.6	1.9	1.8
Div. Yield	1.9%	1.7%	1.8%

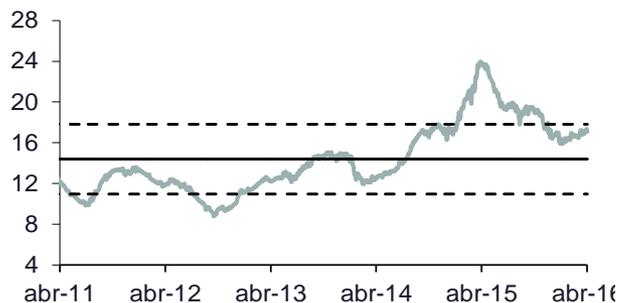
# Corficolombiana

COMPRAR / P.O. 43,000

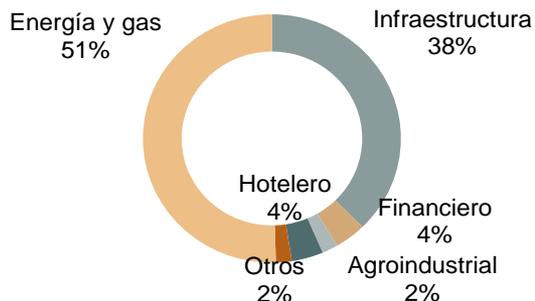
## Corficolombiana vs Colcap



## P/U Forward



## Utilidad generada por sector (2015)



## Tesis de inversión

**Jugador líder en infraestructura.** Corficolombiana es el mayor concesionario vial en el país, y fue adjudicado con 5 nuevos proyectos de las 4G. Incorporando estos proyectos -en especial estimamos que Covioriente, Coviandina y Río Oro-Ocaña-Gamarra aportarían un valor significativo a los accionistas- llegamos a un precio objetivo de COP 43,000.

**Potencial de crecimiento se diversifica con inversiones maduras y generadoras de caja.** Inversiones como Promigas, EEB y PISA se encuentran en sus fases operacionales y proporcionan flujos de caja importantes a la Corporación. Resaltamos que Promigas tiene una serie de proyectos que entrarían en operación durante 2016, mejorando aún más la generación de caja.

**Sólida administración.** La administración de Corficolombiana es orientada al valor y conservadora a la hora de entrar y ejecutar proyectos. La solidez de la administración es complementada con un balance saludable con un apalancamiento de inversiones en renta variable creciente, pero manejable.

**Riesgos a nuestra tesis.** La complejidad de la estructura puede traducirse en errores en nuestras estimaciones; retrasos y sobrecostos en la etapa de construcción en las concesiones viales, especialmente en Covipacífico y Covimar.

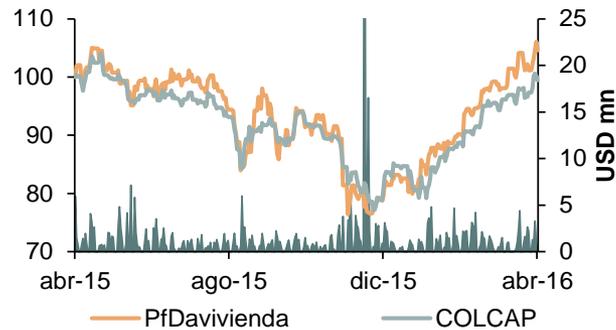
## Resumen de valoración

	2014	2015	2016E
P/U	18.8	17.6	17.0
P/VL	2.1	2.1	1.9
ROAA	5.1%	5.0%	4.9%
ROAE	11.5%	11.8%	11.2%
Ret. Dvdo	1.8%	1.6%	1.8%

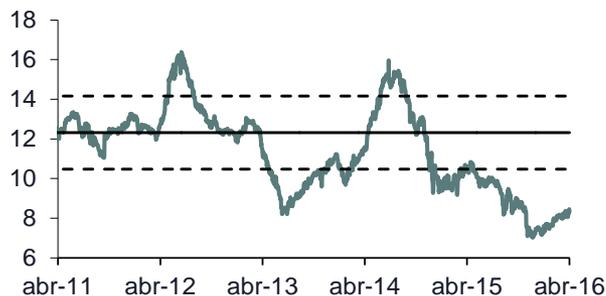
# Davivienda

**COMPRAR / P.O. 26,900**

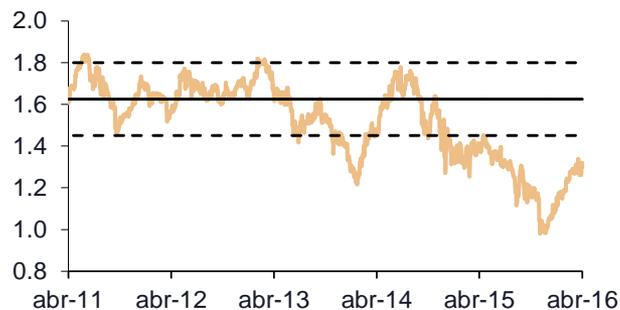
Davivienda vs Colcap



P/U Forward



P/VL Forward



## Tesis de inversión

**El perfil de riesgo de la cartera ha mejorado.** Aunque estimamos que el costo del crédito aumentará en 2016 por un menor crecimiento económico y un deterioro en el mercado laboral, la administración ha mejorado el perfil de riesgo en nuestra opinión. Si bien la cartera del banco mantiene una alta concentración en personas naturales, el crédito de consumo ha crecido 12% en los últimos 5 años, comparado con más de 17% de la industria.

**Buenos resultados de la administración.** Davivienda ha migrado del segmento hipotecario, manteniendo niveles de eficiencia adecuados, y un margen ajustado por riesgo relativamente mayor. En Centroamérica, la rentabilidad ha mejorado de acuerdo a las estimaciones del equipo ejecutivo.

**Descontada vs otros bancos colombianos.** Davivienda transa a múltiplos menores a los de Bancolombia y Grupo Aval. La posibilidad de una emisión de acciones podría ser parte de la explicación de los menores múltiplos, pero dado el bajo reparto de dividendos y el menor crecimiento esperado, no esperamos emisión en el corto / mediano plazo.

**Riesgos a nuestra tesis.** Evolución de la cartera y de la solvencia, en el caso en que el crecimiento de los activos riesgosos sea mayor al esperado.

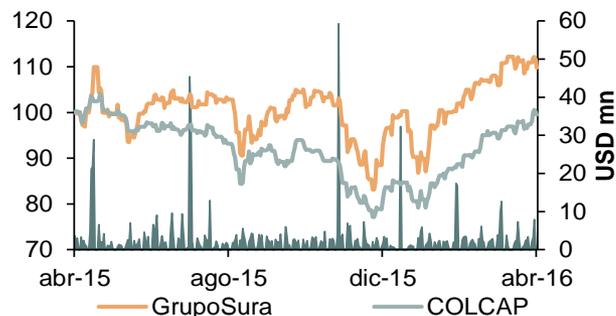
### Resumen de valoración

	2014	2015	2016E
P/U	13.7	7.9	9.4
P/VL	1.7	1.1	1.3
ROAA	1.5%	1.6%	1.5%
ROAE	13.6%	15.3%	14.9%
Ret. Dvdo	2.2%	3.6%	3.0%

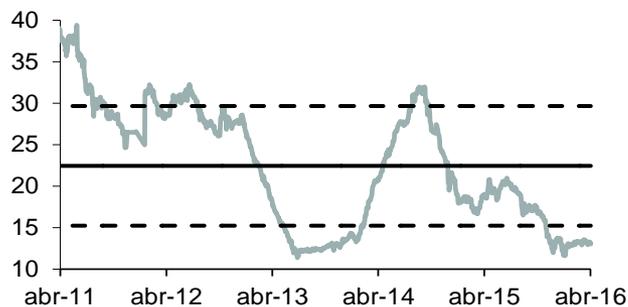
# Grupo Sura

## MANTENER / P.O. 38,300

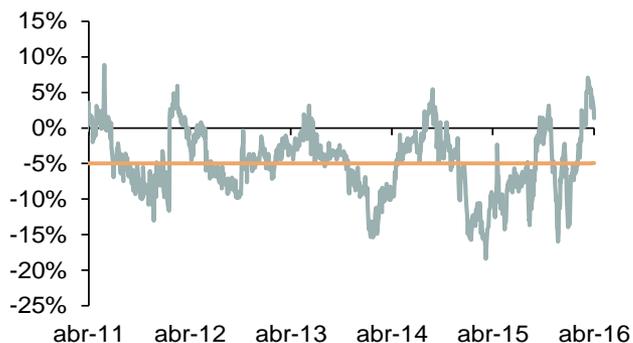
### GrupoSura vs Colcap



### P/U Forward



### Descuento vs NAV



### Tesis de inversión

**Las adquisiciones recientes de participaciones en SAM destruyen valor en nuestra opinión.** Las salidas que ha ofrecido el Grupo a JPMorgan y General Atlantic se han concertado a altos múltiplos. De hecho, la transacción de General Atlantic equivale a un múltiplo P/VL 2016 de 3x, muy por encima de lo que consideramos es un múltiplo justo dado el ROAE esperado del activo (1.1x-1.3x).

**RSA, una adquisición a precios más justos, pero en mercados difíciles.** Grupo Sura adquiriría los activos a 1.4x P/VL y 15.2x P/U (ajustando por mayores tasas de retención), múltiplos justos en nuestra opinión. Sin embargo, Suramericana estaría entrando a los mercados brasilero y argentino, que tienen una perspectiva macro complicada.

**Aún vemos un potencial de crecimiento fuerte en Grupo Sura.** Excluyendo el crecimiento inorgánico producto de la adquisición de RSA, esperamos un buen dinamismo en la compañía. El mercado asegurador en la región mantiene una baja penetración, y la demografía es positiva para el negocio pensional.

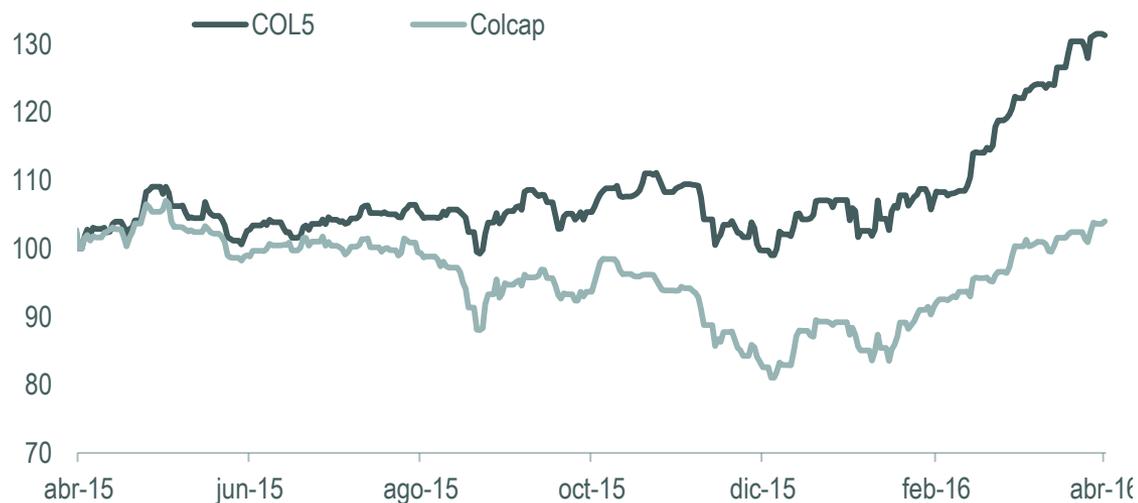
**Riesgos a nuestra tesis.** Nuevas adquisiciones son un riesgo, teniendo en cuenta que otros coinversionistas de SAM podrían estar buscando salida; en este punto resaltamos que las transacciones anunciadas aumentarán el apalancamiento.

### Resumen de valoración

	2014	2015	2016E
P/U	16.2	18.6	14.7
P/VL	1.1	0.9	0.9
ROAA	n.a.	2.2%	2.7%
ROAE	n.a.	5.0%	6.6%
Ret. Dvdo	1.0%	1.2%	1.2%

## Cartera de Trading Andina

15 de abril, 2016



15-abr-16	Día	Semana Corrida	Mes Corrido	Año Corrido	12 Meses	Desde Último Cambio	Desde Inicio
COL5	-0.06%	2.52%	8.36%	25.51%	29.76%	2.94%	12.74%
COLCAP	-0.72%	2.30%	6.01%	18.32%	2.36%	3.12%	-2.72%
15-abr-16	Día	Semana Corrida	Mes Corrido	Año Corrido	12 Meses	Desde Último Cambio	Desde Inicio
COL5 vs. COLCAP	0.65%	0.21%	2.35%	7.19%	27.41%	-0.17%	15.47%

\*Desde 01-ago-2012

**Cartera de Trading Andina**  
14 de octubre, 2015



- Estamos actualizando nuestras acciones recomendadas para Chile, Colombia y Perú.
- En Chile, esperamos una recuperación hacia 2016 debido a una normalización en el tipo de cambio y de una baja base comparativa. Dado lo anterior, seguimos favoreciendo una estrategia defensiva, manteniendo las 5 acciones de la cartera IM5.
- En Colombia, mantenemos nuestra posición neutral para el mercado local. Dicho lo anterior, reconocemos que los

riesgos se mantienen sesgados a la baja, sin embargo pensamos que la tasa de cambio actual puede estar ofreciendo un atractivo nivel de entrada. Creemos que caídas materiales adicionales son limitadas en este punto, pero también vemos una falta de catalizadores en el corto plazo. Para este mes retiramos Isagen de la cartera de corto plazo e incluimos ETB; asimismo, cambiamos la acción preferencial de Cemargos por la referencia ordinaria.

- En Perú, el MSCI postergará su decisión sobre la reclasificación de Perú hasta junio 2016 – los precios de las

acciones reaccionaron tímidamente bien a la noticia de que las autoridades peruanas tendrán más tiempo para mejorar la liquidez de la BVL. Para octubre, subimos exposición al riesgo promoviendo a primer puesto a In Retail dentro de nuestra cartera de trading, y sumando a Buenaventura en quinto lugar por su exposición al oro. CPAC se queda en tercer lugar, mientras nos mantenemos defensivos con Luz del Sur y Enersur en segundo y cuarto lugar. Sacamos a Edegel por sus fundamentos menos atractivos entre las empresas eléctricas.

**Acciones Recomendadas**

Company	Sector	Px	Av. Daily Vol.		Rating	Target Price	Upside	PIE			FV/EBITDA			P/BV	Div Yield		
			Last	Mkt. Cap				Local	ADR	2014	2015E	2016E	2014			2015E	2016E
<b>Chile</b>																	
Parque Aéreo	Real Estate	↓	1,188	1,428	1.4	BUY	1,480	24.9%	16.4x	16.8x	15.3x	17.8x	17.2x	15.9x	1.5x	3.0%	
ECL	Utilities	↑	1,000	1,547	1.2	BUY	1,135.0	13.5%	17.8x	14.1x	19.8x	6.8x	6.7x	8.5x	0.9x	2.7%	
Banco de Chile	Financials	↓	74	11,429	4.8	3.4	BUY	79	6.2%	11.3x	11.9x	12.0x	nm	nm	nm	3.1x	4.7%
Agua-A	Utilities	↓	363.0	3,330	2.5	BUY	400	10.2%	17.5x	17.2x	16.3x	11.0x	11.8x	11.3x	3.4x	5.4%	
Enersur	Utilities	↓	177	12,736	7.9	10.7	HOLD	220	24.5%	16.0x	12.9x	12.1x	6.5x	5.8x	5.3x	1.4x	3.6%
<b>Colombia</b>																	
Corfcol	Conglomerates	↓	38,740	2,846	1.1	BUY	44,000	13.6%	16.9x	15.8x	13.7x	na	na	na	1.6x	1.9%	
Cemargos	Cement & Construction	↓	9,660	4,408	2.4	HOLD	10,300	6.6%	47.1x	35.7x	30.4x	17.6x	12.9x	11.6x	1.6x	2.0%	
Grupo Sura	Conglomerates	↑	36,500	7,391	4.2	BUY	42,000	15.1%	34.3x	16.6x	15.6x	na	na	na	0.9x	1.2%	
Devivienda	Banks	↓	24,860	3,795	1.6	HOLD	31,400	26.3%	13.7x	9.8x	9.9x	na	na	na	1.5x	3.2%	
ETB	Utilities	↑	575	693	0.2	BUY	600	4.3%	3.8x	n.a.	n.a.	1.2x	2.8x	2.5x	0.5x	3.7%	
<b>Perú</b>																	
IRRebel	Rebel	↑	11.9	1,228	0.6	BUY	22.30	86.6%	39.7x	20.3x	13.3x	12.9x	8.4x	7.4x	1.3x	0.0%	
Luz del Sur	Utilities	↓	9.95	1,507	0.5	HOLD	10.97	10.3%	15.5x	13.3x	12.6x	11.0x	9.3x	8.6x	2.6x	5.0%	
C. Páezmayo	Cement	↑	3.65	640	0.3	BUY	6.14	68.2%	15.6x	10.6x	9.4x	9.2x	6.6x	5.8x	1.0x	8.3%	
Enersur	Utilities	↓	7.55	1,412	0.2	BUY	12.71	68.3%	15.3x	10.7x	10.5x	9.9x	7.3x	6.9x	1.8x	2.8%	
Buenaventura	Mining	↑	7.26	1,851	16.8	16.8	HOLD	11.60	59.8%	-34.6x	35.9x	13.0x	5.0x	3.4x	4.3x	0.5x	0.8%

Carolina Ratto  
(56 2) 2446 1766  
cratto@credicorpcapital.com

César Cuervo  
(571) 339 4400 Ext. 1012  
ccuervo@credicorpcapital.com

Héctor Collantes  
(511) 416 3333 Ext. 33052  
hcollantes@credicorpcapital.com

October 8<sup>th</sup>, 2015

Andean Region, Equities

**Monthly Andean Strategy Update**  
Back to breathing. FX normalizes and Peru stays among Emerging markets

In September, Andean equities performed poorly in line with the rest of the global markets; during the month, S&P 500, MSCI Asia and MSCI Europe returned -2.6%, -1.8% and -4.6% respectively vs a return of -4.1% for the MILA 40 Index in USD terms. Peru was the outperformer of the month returning -2.7% in USD vs -4.6% in Chile and -3% in Colombia. Still, we continue to see the IPSA as the safest bet.

In Chile, a recovery in 2015 looks increasingly unlikely and we believe the discussion will rapidly move forward to 2016-2017 economic outlook and the next presidential election. The challenges faced stem mostly from a possible deterioration in the labor market and the fact that growth in fiscal spending will be unsustainable for next year. We consider that companies are focusing on the right direction, reducing capex and becoming more efficient in their operations. Therefore, despite slower top line growth we may see a positive effect on earnings. On the political front, a more moderated tone regarding upcoming reforms may bring some positive surprises. We maintain our overweight on Chile in relative terms, given still-attractive valuations (twd P/E 14.6x) and limited downside risk.

We maintain our neutral stance on Colombia, as the attractive valuations remain subdued by a less promising economic outlook. The macro picture continues to set the tone: recent inflation figures indicate prices have reacted strongly to the El Niño phenomenon and the FX pass-through. Accordingly, the Central Bank increased the benchmark rate, and an additional hike cannot be ruled out. GDP growth in H15 was in line with our estimates, but risks remain biased to the downside and we cut our 2015 forecast. On the positive side, the FX rate has taken a breather and now lies below the COP 3,000 mark, in line with our expectations. Even though market sentiment remains weak, there is room for long-term upside in sectors other than oil & gas and, according to our models, the COP is offering entry levels for foreign investors.

In Peru, the postponement to June 2016 of the MSCI review regarding reclassification as a Frontier Market was announced at the end of month. A slight improvement in sentiment seems to have been proved in before the news, but fundamentals remain fragile amidst a low metals price environment and pressure from continued FX depreciation. Growth forecasts were slashed once again by the central bank, IMF and others. We maintain our underweight on Peru, although valuations are starting to seem more attractive (FV/EBITDA twd 5.7x).

Credicorp Capital may do or seek to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Refer to important disclosures on page 45 to 47. Analyst Certifications on page 46. Additional disclosures on page 47.

CRECORP CAPITAL EQUITY RESEARCH

Carolina Ratto  
+[(562) 2446 1766  
cratto@credicorpcapital.com

César Cuervo, CFA  
+[(571) 339 4400 ext. 1012  
ccuervo@credicorpcapital.com

Héctor Collantes  
+[(511) 205 9190 ext. 33052  
hcollantes@credicorpcapital.com

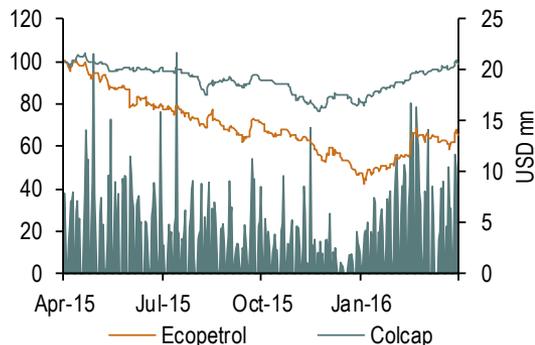
**Muchas gracias**

# APÉNDICE: Ecopetrol

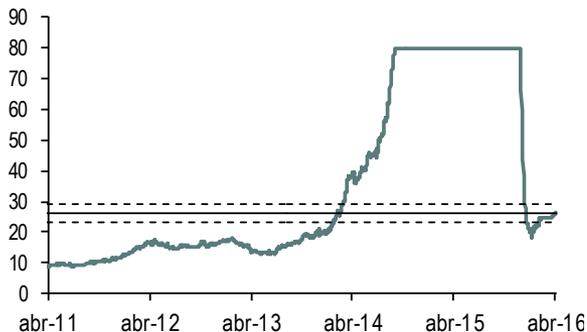
# ECOPETROL

# SUBPONDERAR / P.O. 1,150

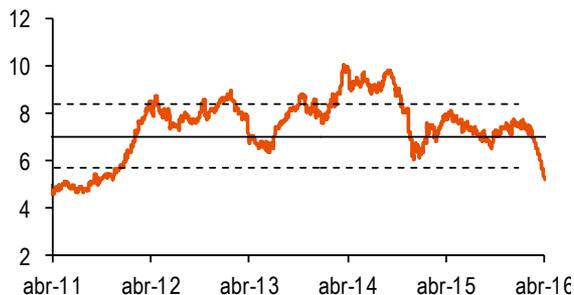
## Ecopetrol vs Colcap



## P/E Forward



## FV/EBITDA Forward



## Tesis de inversión

**Recortamos nuestro P.O a COP 1,150/acción frente a COP 1,400/acción que teníamos previamente, mientras que nuestra recomendación se mantiene en SUBPONDERAR.**

**Los fundamentales en el mercado de petróleo se mantienen débiles.** A pesar del comportamiento reciente continuamos viendo las siguientes señales negativas: i) inventarios en USA se ubican en máximos históricos ii) la oferta a nivel mundial continúa siendo mayor en cerca de 1mnbpd iii) la demanda se mantiene débil.

**Las perspectivas en términos de producción y reservas son inciertas.** Menores precios de petróleo en 2016 con respecto a 2015, la suspensión de operaciones en algunos campos, decisiones recientes de autoridades locales en Quifa y restricciones en CAPEX limitarían el crecimiento de la compañía.

**Indicadores de crédito podrían deteriorarse en 2016.** El indicador deuda / EBITDA cerró en 2.94x en 2015. Esperamos que esta cifra pueda llegar a niveles cercanos a 4x durante este año.

**Riesgos a nuestra tesis.** Incrementos adicionales en el precio de petróleo representan la principal amenaza para nuestro P.O y recomendación.

## Resumen de valoración

	2015	2016E	2017E
FV/EBITDA	5.3	6.6	4.1
P/E	NM	17.4	7.4
P/BV	1.1	1.2	1.1
P/CF	2.6	4.2	3.0
Div. Yield	7.9%	0.0%	2.9%

Especie	Recomendación	Precio COP	P. Objetivo COP(*)	Valorización Potencial	Var. Diaria	Var. Año Corrido	P/E	P/B	Dividendo Anualizado COP (**)	Dividend Yield	Volumen Diario Negociado COP
Aval	Mantener	1,185	1,090	-8.02%	0.85%	8.72%	13.2x	1.8x	58.2	4.91%	37,920,658
Bancolombia	Mantener	26,380	26,300	-0.30%	1.46%	25.74%	10.1x	1.3x	830	3.15%	7,619,406,751
Bogotá	Subponderar	63,000	61,000	-3.17%	0.96%	5.88%	10.1x	1.8x	2520	4.00%	802,788,024
BVC	Comprar	19	21.3	13.30%	0.53%	10.59%	16.8x	3.1x	0.89	4.73%	114,738,359
Canacol	Mantener	8,590	7,500	-12.69%	2.26%	43.17%	N/A	N/A	-	N/A	1,206,709,758
Celsia	Subponderar	4,040	3,500	-13.37%	1.38%	44.29%	N/A	0.9x	120	2.97%	1,687,674,291
Cemargos	Mantener	11,420	11,500	0.70%	-0.70%	17.49%	31.6x	2.0x	178	1.56%	6,642,631,109
Cemex	Comprar	13,200	13,500	2.27%	-0.75%	28.16%	26.5x	1.9x	-	N/A	4,598,811,523
Concreto	Sin Cobertura	1,200	Sin Cobertura	-	7.14%	11.11%	11.7x	0.9x	25.34	2.11%	2,508,683,941
Corficol	Comprar	39,680	43,000	8.37%	0.71%	3.12%	N/A	N/A	858.910	2.16%	3,734,150,226
Ecopetrol	Subponderar	1,380	1,150	-11.59%	1.47%	24.32%	N/A	1.3x	133	9.64%	29,317,277,239
EEB	Mantener	1,845	1,810	-1.90%	0.82%	7.27%	17.0x	1.7x	119.9	6.50%	499,846,266
El Cóndor	Sin Cobertura	1,220	Sin Cobertura	-	-0.41%	12.96%	4.7x	0.9x	36	2.95%	237,153,591
Enka	Sin Cobertura	12	Sin Cobertura	-	0.83%	11.01%	N/A	0.4x	0	0.00%	58,615,206
ETB	Comprar	601	630	4.83%	0.84%	15.80%	N/A	0.9x	19	3.16%	395,679,472
Éxito	Subponderar	16,180	15,290	-5.50%	-0.86%	19.85%	12.6x	1.0x	580.92	3.59%	4,191,649,478
Fabricato	Sin Cobertura	16	Sin Cobertura	-	-1.23%	6.67%	N/A	0.3x	-	N/A	227,624,136
Grupo Argos	Mantener	19,600	19,500	-0.51%	1.34%	20.99%	49.3x	1.0x	268	1.37%	1,918,679,105
Grupo Sura	Mantener	39,180	38,300	-2.25%	-0.15%	9.75%	20.4x	1.0x	422	1.08%	2,460,604,542
ISA	Mantener	8,750	7,979	-8.81%	0.11%	18.56%	13.6x	1.3x	268	3.06%	6,859,128,458
Isagen	Comprar	4,080	4,130	1.23%	-0.12%	20.00%	37.4x	3.1x	176.56	4.33%	26,771,866,155
Mineros	Sin Cobertura	2,450	Sin Cobertura	-	0.82%	32.79%	N/A	N/A	120	4.90%	11,583,600
Nutresa	Mantener	25,680	22,500	-12.38%	-0.47%	13.53%	27.3x	1.5x	462	1.80%	1,392,027,058
Occidente	Sin Cobertura	36,000	Sin Cobertura	-	0.00%	-5.76%	N/A	1.4x	1602	4.45%	25,200,000
Odinsa	Sin Cobertura	8,400	Sin Cobertura	-	-0.24%	-1.18%	12.4x	2.3x	220	2.62%	42,000,000
Pacific Rubiales	Subponderar	1,505	Bajo revisión	-	0.00%	-58.77%	N/A	N/A	-	N/A	1,647,285,976
Paz del Río	Sin Cobertura	13,5	Sin Cobertura	-	0.00%	30.94%	N/A	N/A	-	N/A	18,840,697
PF Aval	Mantener	1,185	1,090	-8.02%	0.00%	8.72%	N/A	N/A	53.1	4.48%	4,132,243,682
PF Avianca	Mantener	2,230	2,300	3.14%	4.69%	31.56%	N/A	0.6x	USD 0.06691	N/A	6,905,913,770
PF Bancolombia	Mantener	27,920	26,300	-5.80%	1.53%	29.26%	10.7x	1.4x	830	2.97%	13,418,331,279
PF Carvajal	Sin Cobertura	2,700	Sin Cobertura	-	0.00%	45.16%	N/A	0.7x	53	1.96%	8,815,760
PF Cemargos	Mantener	10,720	11,500	7.28%	-0.92%	14.04%	N/A	N/A	231	2.15%	1,972,459,263
PF Corficol	Comprar	33,000	43,000	30.30%	0.00%	1.54%	N/A	N/A	642	1.95%	22,275,000
PF Davivienda	Comprar	27,700	26,900	-2.89%	-0.22%	27.06%	10.9x	1.4x	1695	6.12%	6,895,037,514
PF Grupo Argos	Mantener	18,840	19,500	3.50%	1.40%	23.30%	47.4x	1.0x	268	1.42%	634,467,459
PF Grupo Sura	Mantener	38,500	38,300	-0.52%	0.47%	10.63%	N/A	N/A	422	1.10%	3,168,601,460
Tablemac	Sin Cobertura	7	Sin Cobertura	-	0.00%	-22.22%	N/A	0.7x	-	N/A	10,948,240
Terpel	Subponderar	10,000	13,580	35.80%	0.50%	18.20%	15.6x	1.2x	345.66	3.46%	504,793,022
Valorem	Sin Cobertura	470	Sin Cobertura	-	0.00%	2.17%	15.9x	0.9x	4.25	0.90%	2,175,845,260

# Proyecciones económicas

## Colombia

Rating (outlook): BBB (n) / Baa2 (s) / BBB (s)	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>Actividad económica</b>								
PIB corriente (USD MM)	287,121	335,410	369,385	379,945	378,375	291,218	273,870	340,621
PIB per cápita (USD)	6,309	7,284	7,930	8,068	7,944	6,042	5,612	6,909
PIB real (var. %)	4.0	6.6	4.0	4.9	4.4	3.1	2.3	3.2
Demanda Interna real (var. %)	5.6	8.4	4.7	5.0	6.0	3.6	1.8	3.6
Consumo real total (var. %)	5.1	5.5	4.8	4.6	4.3	3.9	1.9	3.0
Consumo privado real (var. %)	5.0	6.0	4.4	3.4	4.2	3.9	2.5	3.0
Consumo público real (var. %)	5.6	3.6	6.3	9.2	4.7	2.8	1.2	2.8
Inversión bruta real (var. %)	7.4	18.9	4.3	6.3	11.6	2.6	1.6	5.3
Inversión bruta (% del PIB)	24.5	27.4	27.4	27.8	29.7	29.6	29.4	30.0
Exportaciones reales (var. %)	1.3	11.8	6.0	5.2	-1.3	-0.7	0.9	7.5
Importaciones reales (var. %)	10.8	21.5	9.1	6.0	7.8	3.9	-4.0	7.4
Tasa de desempleo (%)	11.1	9.8	9.6	8.4	8.7	8.6	9.0	9.2
<b>Precios y monetario</b>								
Inflación (fin de año)	3.2	3.7	2.4	1.9	3.5	6.8	5.3	3.3
Inflación (promedio)	2.3	3.4	3.2	2.0	2.9	5.0	7.4	3.4
Tasa de referencia (fin de año)	3.00	4.75	4.25	3.25	4.50	5.75	6.25	5.25
<b>Cuentas fiscales</b>								
Balance Fiscal GNC (% del PIB)	-3.9	-2.8	-2.3	-2.3	-2.4	-3.0	-4.1	-3.1
Balance Estructural GNC (% del PIB)	-	-	-2.6	-2.4	-2.3	-2.2	-2.1	-2.0
Balance Fiscal SPC (% del PIB)	-3.3	-2.0	0.3	-0.9	-1.8	-2.8	-3.1	-2.5
Deuda bruta GNC (% del PIB)	38.6	36.5	34.6	37.1	38.3	42.6	45.0	44.2
Deuda neta GNC (% del PIB)	37.2	34.6	33.5	34.6	36.9	41.1	43.5	42.7
Deuda bruta SPNF (% del PIB)	46.0	43.0	41.0	43.0	46.0	52.7	55.6	53.4
Deuda neta SPNF (% del PIB)	36.0	34.0	33.0	35.0	38.0	44.7	47.6	45.4
<b>Sector externo</b>								
Balanza comercial (USD MM)	1,559	5,359	4,023	3,180	-4,630	-14,026	-15,541	-17,000
Exportaciones	39,713	56,915	60,125	60,281	56,923	38,125	30,459	33,000
Importaciones	38,154	51,556	56,102	57,101	61,553	52,151	46,000	50,000
Balanza en cuenta corriente (USD MM)	-8,929	-9,854	-11,834	-12,367	-19,593	-18,925	-15,091	-16,143
(Como % del PIB)	-3.1	-2.9	-3.2	-3.2	-5.2	-6.4	-5.5	-4.7
IED neta (USD MM)	947	6,228	15,646	8,557	12,426	7,890	9,497	10,380
Reservas Internacionales (USD MM)	28,464	32,303	37,474	43,625	47,328	46,740	47,646	47,883
Deuda externa total (% del PIB)	22.5	22.5	21.3	24.2	26.8	38.1	44.6	39.5
Tipo de cambio (fin de período)	1,925	1,938	1,767	1,932	2,377	3,175	2,900	2,600
Tipo de cambio (promedio)	1,898	1,848	1,797	1,869	2,002	2,760	3,150	2,700

## 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.