

Perspectivas Económicas 2017 y Oportunidades de Inversión en el Mercado Local

Ante grandes desafíos, ¿grandes oportunidades?

Credicorp Capital Research

Bogotá, octubre 26 de 2016

Daniel Velandia O., CFA

Director de Research – Economista Jefe
(+571) 339 4400 Ext.1505
dvelandia@credicorpcapital.com

Camilo Forero

Gerente de Renta Variable - Colombia
(+571) 339 4400 Ext.1002
ceforero@credicorpcapital.com

Internacional

El exceso de liquidez global sigue siendo la clave en medio de riesgos y temores que no parecen tener fin

Economía global: sin catalizadores evidentes para un mayor crecimiento

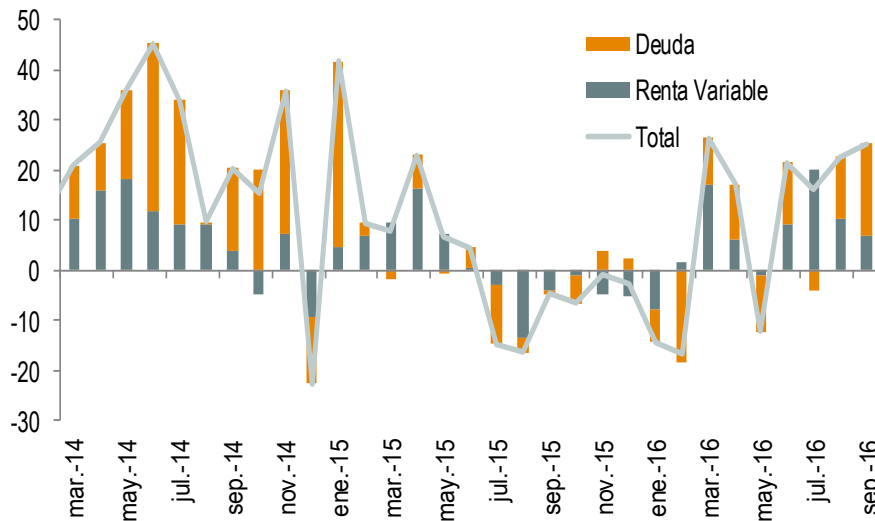
PROYECCIONES DE CRECIMIENTO 2016-2017						
	Observados		Proyecciones oct-16		Cambios frente a proyección jul-2016	
	2014	2015	2016	2017	2016	2017
Mundo	3,4	3,2	3,1	3,4	→ 0,0	→ 0,0
Economías desarrolladas	1,8	2,1	1,6	1,8	↓ -0,2	↓ -0,1
EE.UU.	2,4	2,6	1,6	2,2	↓ -0,6	↓ -0,3
Zona Euro	0,9	2,0	1,7	1,5	↑ 0,1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

Fuente: FMI

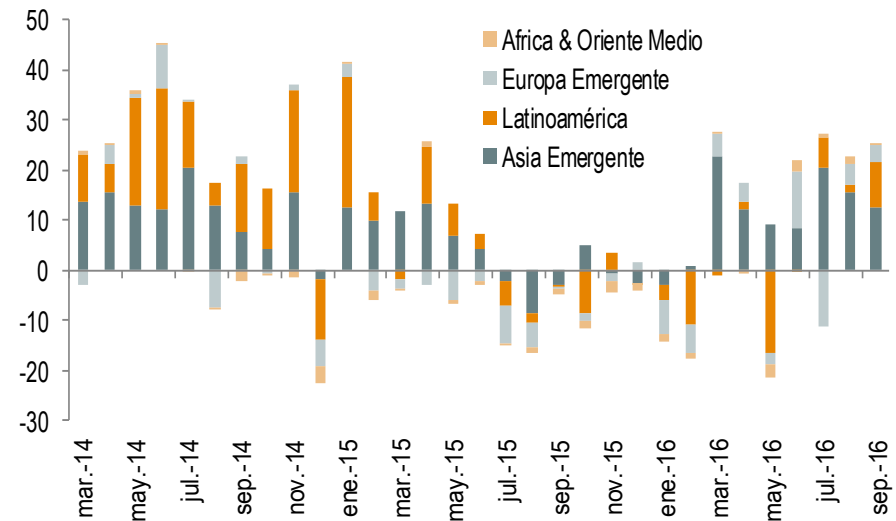
A pesar de ello, la percepción de riesgo se mantiene en niveles bajos, implicando altos flujos hacia mercados emergentes

- Según el IIF, se presentó un promedio de flujos hacia emergentes de USD 16.7 bn entre mar-16 y sep-16, luego de unos flujos de salida promedio de USD 9.5 bn entre jul-15 y feb-16.

**Flujos de capitales hacia emergentes
(USD mil MM)**



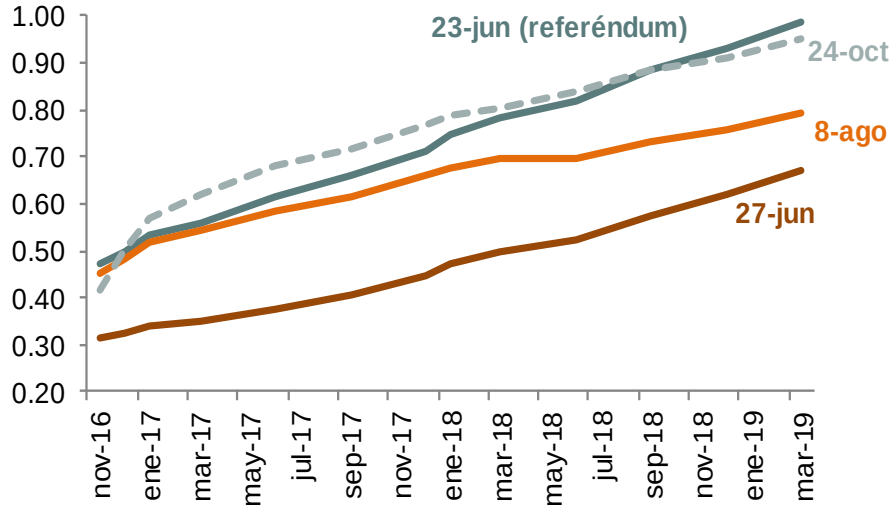
**Flujos de capitales hacia emergentes por región
(USD mil MM)**



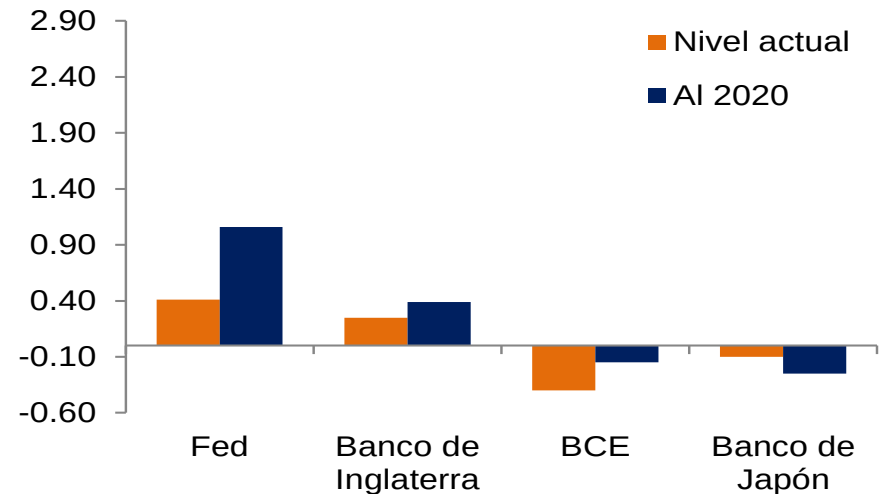
¿Estamos entonces en un escenario tipo *pre-Tapering*?

- Las tasas de política de largo plazo han continuado reduciéndose, incentivando la toma de mayores riesgos.
- La Fed ahora espera solo un incremento en 2016 y dos en 2017.

Ajuste esperado tasa de la Fed según mercado de futuros (%)



Tasas de política monetaria según mercados al 2020 (%)

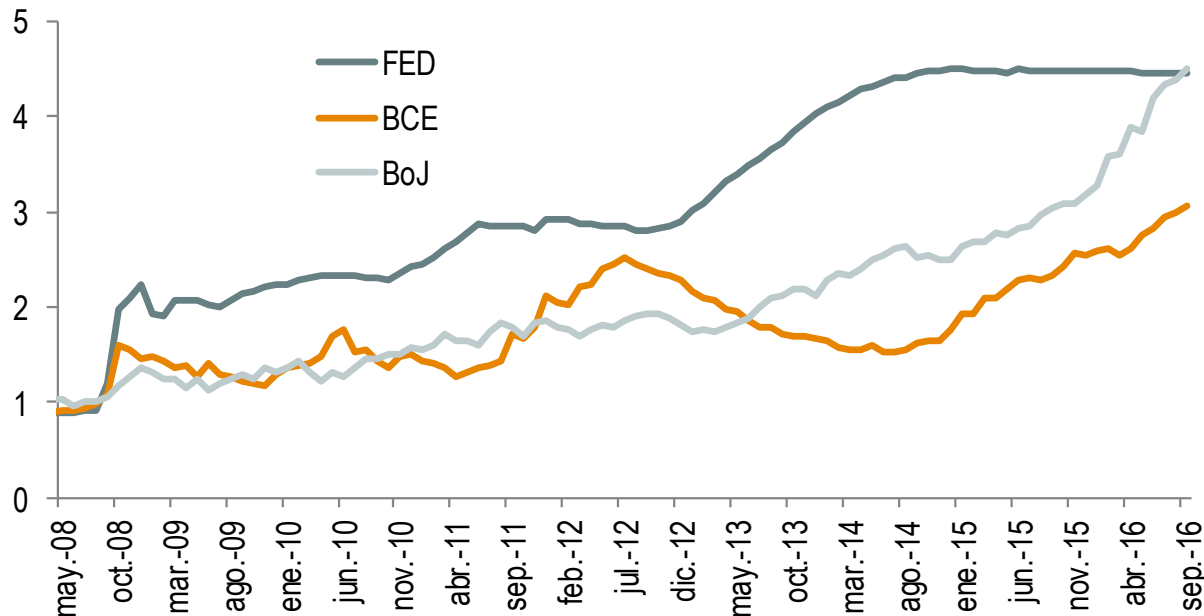


Fuente: Bloomberg, Fed de Cleveland

En realidad estamos ante un nuevo paradigma con niveles de liquidez sin precedentes...

- Los principales bancos centrales del mundo están inyectando alrededor de USD 200 mil MM mensualmente.

**Hoja de balance de principales bancos centrales
(billones USD)**



Fuente: Bloomberg

... dando como resultado lo inimaginado

Tasas soberanas por plazo de vencimiento (%)

	1 Y	2 Y	3 Y	4 Y	5 Y	6 Y	7 Y	8 Y	9 Y	10 Y	15 Y	20 Y	30 Y
Suiza	-1.13%	-1.08%	-0.98%	-0.88%	-0.82%	-0.75%	-0.71%	-0.64%	-0.58%	-0.51%	-0.25%	-0.13%	0.02%
Japón	-0.31%	-0.25%	-0.23%	-0.21%	-0.20%	-0.18%	-0.18%	-0.15%	-0.12%	-0.06%	0.09%	0.37%	0.49%
Holanda	-0.74%	-0.64%	-0.62%	-0.58%	-0.41%	-0.40%	-0.30%	-0.16%	-0.01%	0.12%	0.37%	0.48%	0.71%
Alemania	-0.72%	-0.66%	-0.66%	-0.59%	-0.49%	-0.44%	-0.37%	-0.26%	-0.14%	0.02%	0.20%	0.43%	0.65%
Finlandia	-0.68%	-0.64%	-0.61%	-0.50%	-0.45%	-0.35%	-0.25%	-0.15%	-0.03%	0.15%	0.45%		0.69%
Francia	-0.63%	-0.63%	-0.59%	-0.50%	-0.38%	-0.27%	-0.20%	-0.01%	0.15%	0.30%	0.61%	0.89%	1.12%
Bélgica	-0.68%	-0.67%	-0.58%	-0.52%	-0.43%	-0.35%	-0.27%	-0.09%	0.09%	0.24%	0.62%	0.70%	1.20%
Austria	-0.63%	-0.64%	-0.58%	-0.50%	-0.41%	-0.34%	-0.30%	-0.23%	0.04%	0.20%	0.11%	0.70%	1.00%
Suecia	-0.80%	-0.72%		-0.57%	-0.38%		-0.23%	-0.08%		0.15%	0.67%	1.00%	
Irlanda	-0.51%	-0.46%	-0.42%	-0.37%		-0.21%	-0.07%	0.14%	0.33%	0.47%	0.79%		1.33%
España	-0.27%	-0.22%	-0.11%	0.00%	0.10%	0.36%	0.53%	0.78%	0.96%	1.10%	1.41%	1.79%	2.21%
Dinamarca		-0.57%			-0.33%			-0.13%		0.13%			0.64%
Italia	-0.25%	-0.09%	0.05%	0.15%	0.36%	0.64%	0.87%	1.09%	1.21%	1.39%	1.80%	2.10%	2.49%
EE.UU.		0.84%	1.00%		1.27%		1.56%			1.77%			2.52%
US IG							2.92%						
US HY				6.09%									
EMBIG							5.26%						
CEMBI					4.59%								

Fuente: Bloomberg

Este escenario continuaría por un buen tiempo en medio de diversos riesgos a nivel global

- ✓ Período prolongado de bajos precios del petróleo que desestabilice a los países exportadores (**incluyendo EEUU**)
- ✓ Elecciones en EEUU (8 de noviembre)
- ✓ UK iniciará salida de la UE antes de fines de mar-17
- ✓ Una desaceleración mayor a la esperada en China, que podría llevar a una desaceleración mundial más extendida (deuda de la economía: ~270% del PIB)
- ✓ Riesgos implícitos en tasas de interés negativas

Elecciones EEUU: el Brexit y el plebiscito han dejado como lección que todo es posible

Propuestas Clinton y Trump

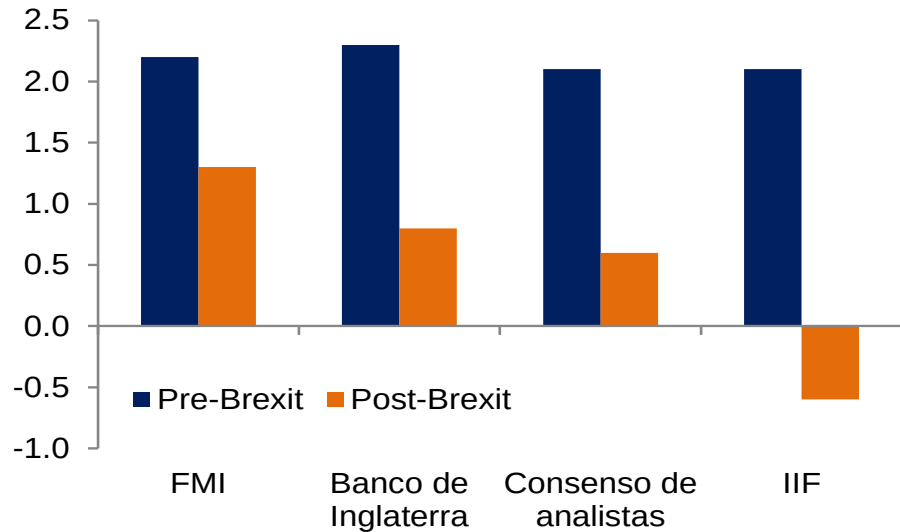
	Hillary Clinton	Donald Trump
Salario Mínimo	Revisarlo al alza (US\$12 la hora)	No ha sido claro (podría subir a US\$10 la hora)
Gasto Fiscal	Aumentaría	Aumentaría fuertemente
Gasto en Infraestructura	Aumentaría en US\$275 mil millones (5 años)	Aumentaría en US\$1 billón (plazo indefinido)
Impuestos	Incrementarlos para los ingresos más altos y reducirlos para los más bajos	Reducir los impuestos corporativos y definir 4 estratos para los impuestos personales
Deuda	Se estima que la relación deuda-PIB aumentaría a 86% (CRFB) al 2026	Se estima que la relación deuda-PIB aumentaría a 105% (CRFB) al 2026
Inmigración	Reforma inmigración permisiva	Aumentaría la deportación (hasta 5% de la fuerza laboral) y el control fronterizo
Relaciones Internacionales	Se opone al TPP pero no al NAFTA	Se opone al TPP y NAFTA. Busca oponerse al comercio con China y México (tarifas a las M)
Gobierno de Obama	Continación del gobierno anterior	Férreo opositor de la administración anterior

Fuente: medios de comunicación / discursos candidatos

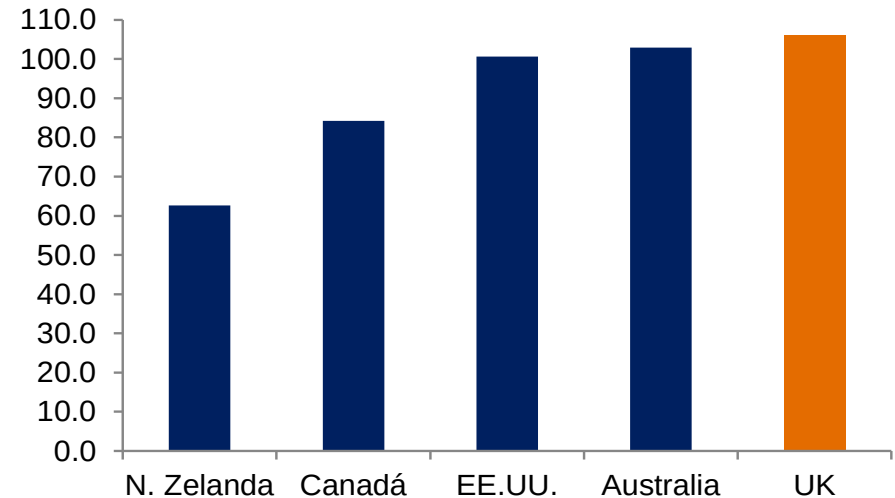
Brexit: ¿complacencia en los mercados?

- Desde que ingresó a la UE, PIB per cápita de UK ha crecido más que en países AAA.
- OECD: Brexit implicaría un costo de hasta GBP 5,000 para cada familia británica al 2030.
- PwC: Brexit causaría pérdidas de entre 70 mil y 100 mil empleos en el sector financiero hacia 2030, sobre un total de 950 mil empleos que se eliminarían en toda la economía.

**Reino Unido: proyección de crecimiento PIB 2017
(Var. %)**



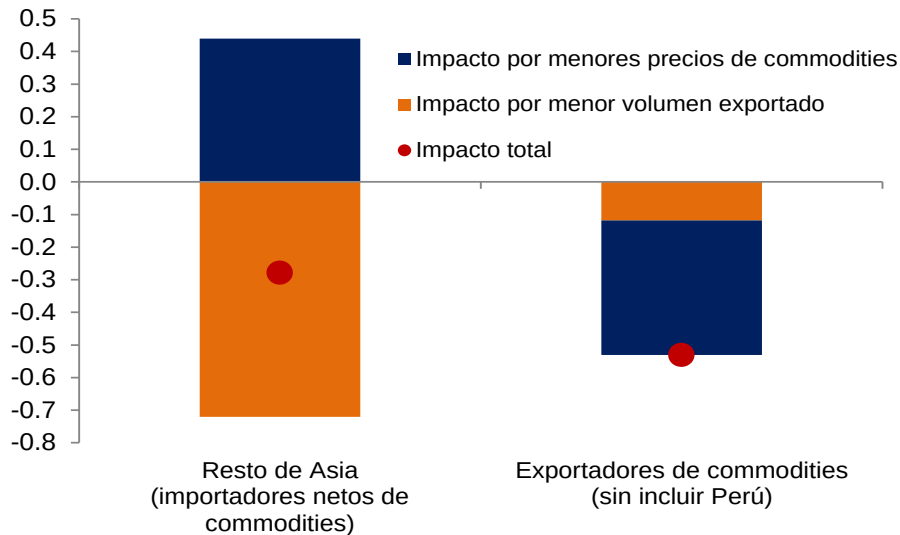
**PIB per cápita PPP: cambio entre 1973 y 2015
(Var. %)**



Riesgo China: recomposición de la economía vs. altos niveles de endeudamiento

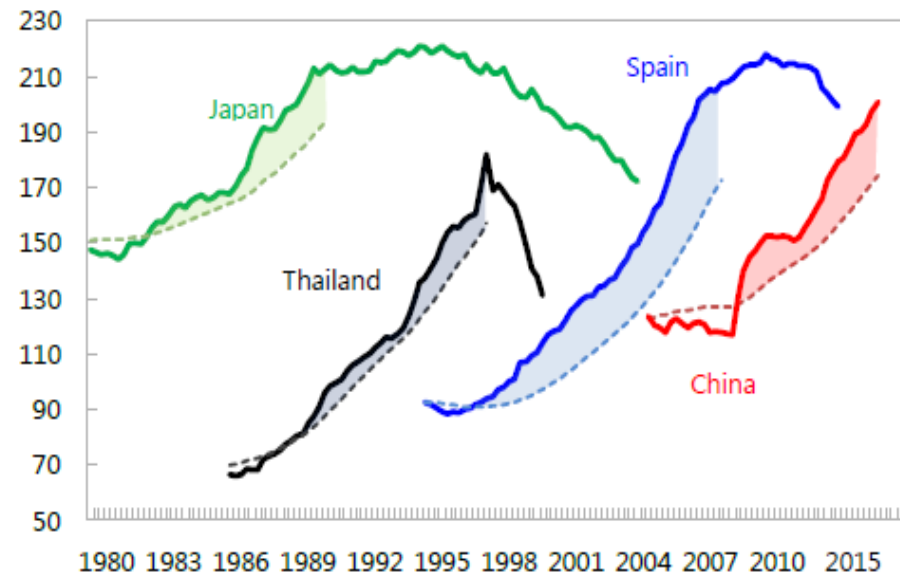
- Creciente ratio crédito/PIB (210% al 1T16, UK: 158%, EEUU: 150%, Alemania: 106%)
- *Shadow banking*
- Caída de demanda en 1% por parte de China tiene impacto cercano a 0.5% del PIB en países exportadores de commodities.

Impacto de caída de 1% en la demanda y producción industrial de China sobre la balanza comercial de otros países (% del PIB)



Fuente: World Economic Outlook – FMI (oct-16),

Evolución del crédito (% del PIB)

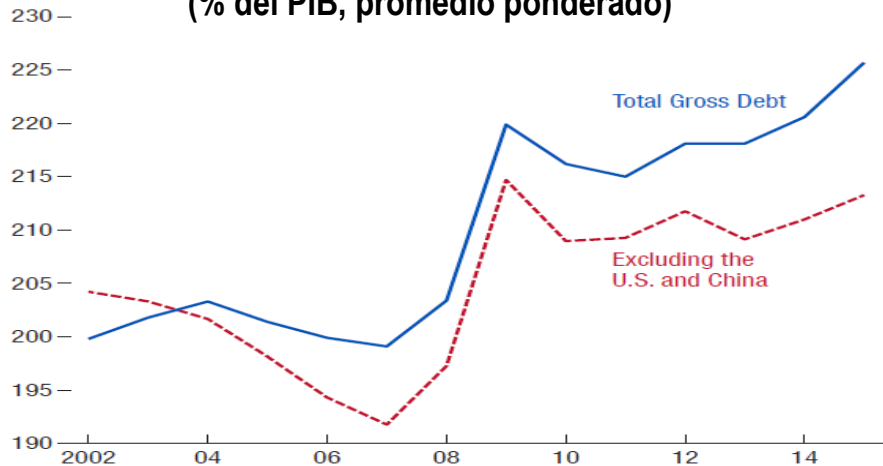


El paradigma de tasas de interés negativas

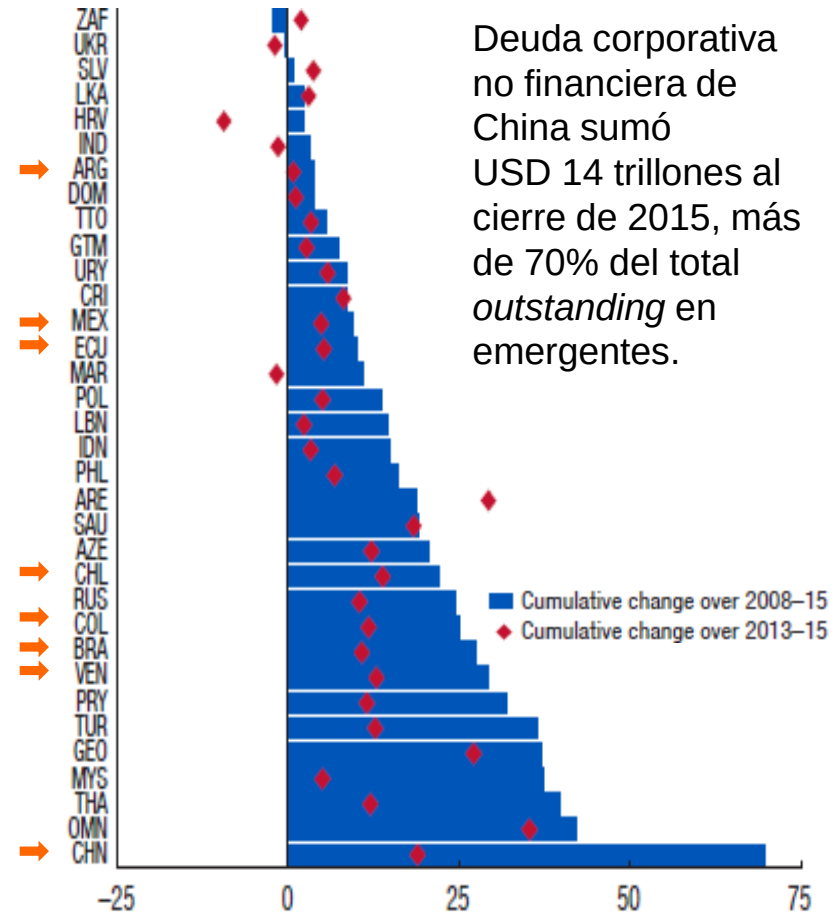
- **Objetivo: estimular el otorgamiento de crédito en medio de riesgos de deflación.**
- **Pero, ¿por qué invertir en títulos que otorgan un rendimiento negativo?**
 - ✓ Muy baja inflación
 - ✓ Efecto de *flight to quality*
 - ✓ Escasez de bonos de alta calificación con criterios de inversión para algunos fondos
 - ✓ Expectativas de apreciación de la moneda de operación del inversionista
- **Existen importantes cuestionamientos y riesgos para la estabilidad financiera:**
 - ✓ Erosión de rentabilidad bancaria ante inhabilidad de bancos de trasladar tasas a clientes
 - ✓ Dificultad de entidades como AFP's y aseguradoras para reconocer pasivos de largo plazo
 - ✓ Excesiva toma de riesgo ante bajos rendimientos de títulos con mejor calificación
 - ✓ Cálculo de valor presente con tasas cercanas a cero o negativas!!!
 - ✓ Retos legales y operacionales al realizar transacciones
 - ✓ Impuesto escondido

Como resultado, estamos en medio de un boom histórico de endeudamiento

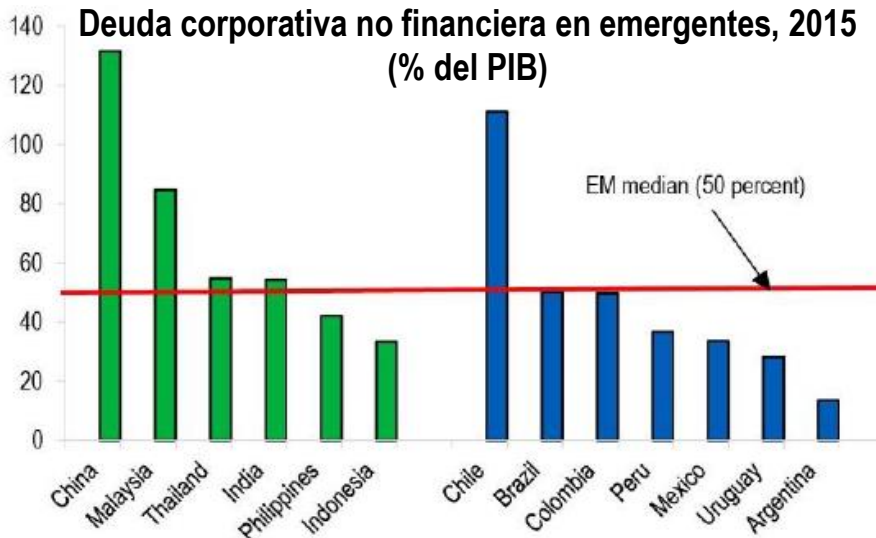
Deuda mundial
(% del PIB, promedio ponderado)



Emergentes: deuda privada no financiera post crisis
(% del PIB, variación acumulada)



Deuda corporativa no financiera en emergentes, 2015
(% del PIB)



En general, la amplia liquidez continuará siendo un factor determinante (y positivo) para los mercados

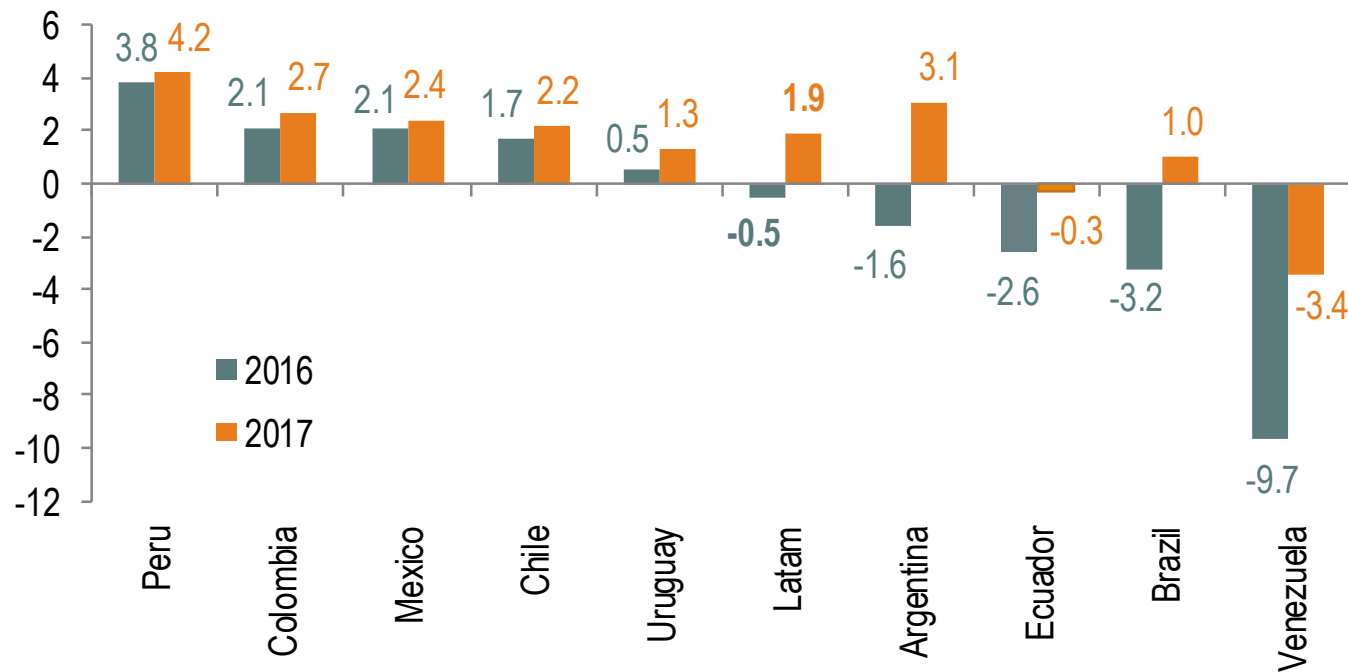
- La pregunta es: ¿hasta cuando? ... Es la misma pregunta desde 2008
- En general, muchas preguntas sin responder
- Estamos lejos de observar la normalización de la economía y el sistema financiero globales tras la crisis, imponiendo retos adicionales sobre las autoridades (revisión de su estrategia por parte del BoJ: ahora target en *yield curve*; rumores de un “tapering” anticipado por parte del BCE; rumores de adoptar metas de inflación más altas; mensajes de los bancos centrales a mayor uso de política fiscal)



AMPLIA LIQUIDEZ PERMANECERÁ

Latam: la región mantiene divergencia y altos desafíos aunque los prospectos (incluyendo los políticos) han mejorado

Expectativas de crecimiento para Latam 2016 y 2017



Colombia

La reforma tributaria es la clave para la etapa final de ajuste de la economía

Balance de riesgos y factores a monitorear

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 (aportaría 0.2-0.3pp al crecimiento del PIB este año; hasta 0.7pp en 2017).
- ✓ La reapertura de Reficar contribuirá en al menos 0.4pp al crecimiento en 2016 y atenuará presiones sobre 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 y 2017.
- Inflación elevada y alto déficit en cuenta corriente condujeron al BanRep a aumentar tasas significativamente.
- Significativa polarización política que ha tenido efecto en confianza.

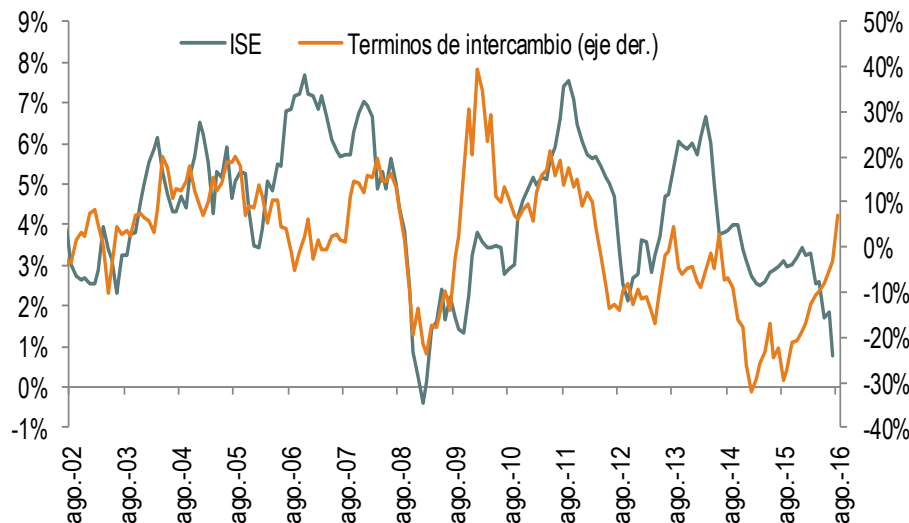
Factores a monitorear

- Debate de la reforma tributaria en el Congreso después de la victoria del 'NO' en el plebiscito

El ajuste de la economía ha sido ordenado hasta el momento

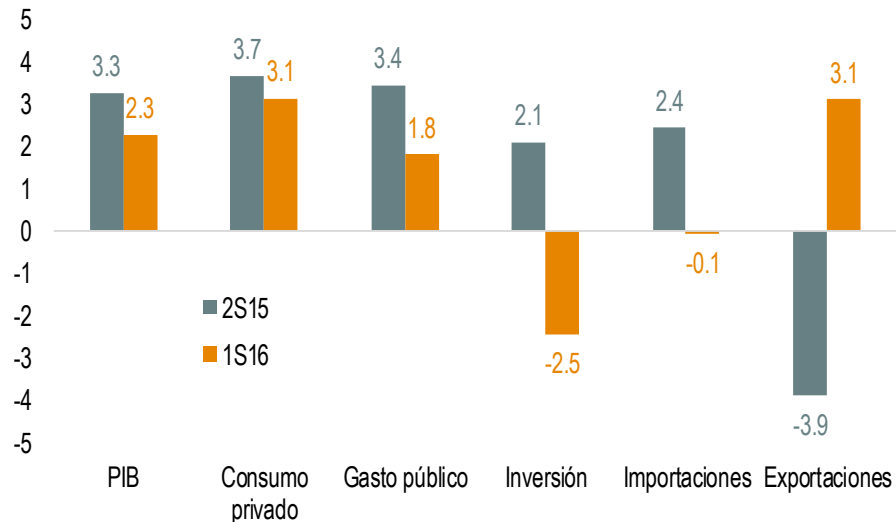
- La respuesta de la economía a la caída en precios del petróleo ha sido la esperada:
 - ✓ Gasto fiscal se ha desacelerado para cumplir con metas fiscales
 - ✓ Consumo se ajusta a alta inflación, mayores tasas de interés y mercado laboral más débil
 - ✓ La inversión se ha visto afectada por el sector petrolero, un mayor FX y menor gasto público (incluyendo efecto por ciclo político)

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



Fuente: BanRep, DANE

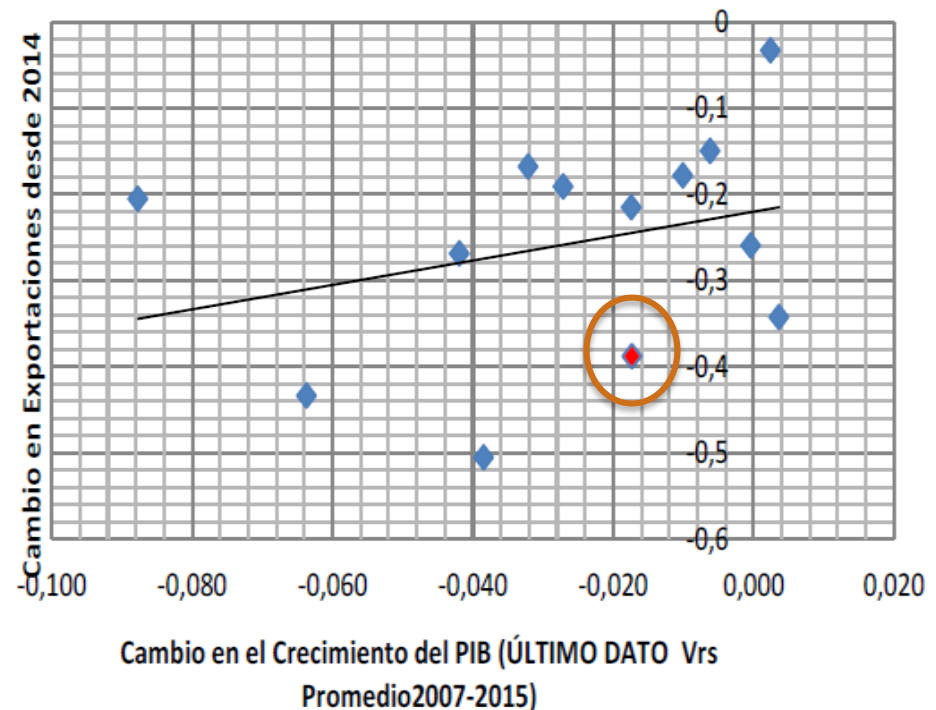
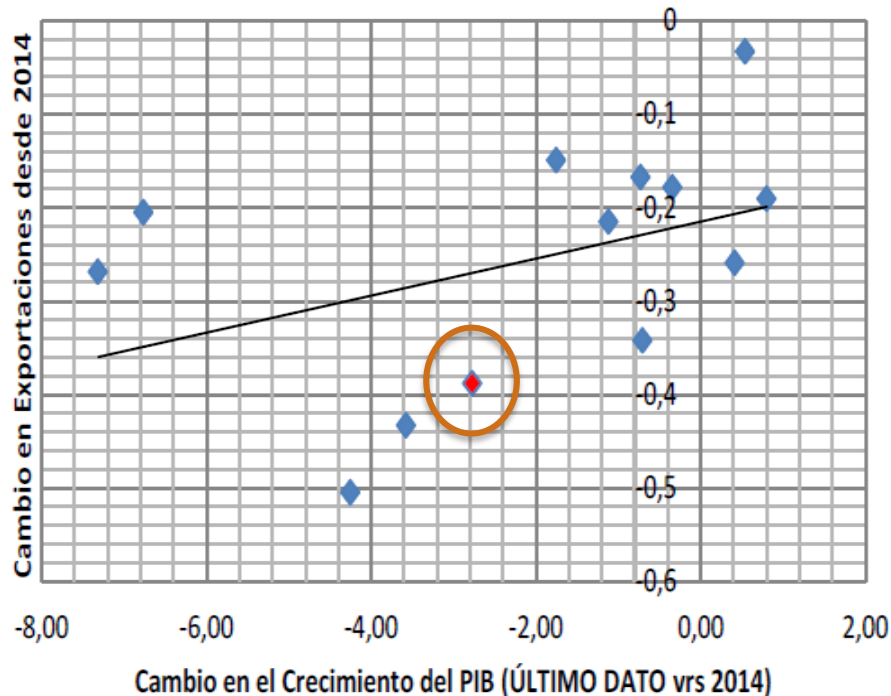
Crecimiento del PIB por el lado de la demanda
(var. % a/a)



El ajuste de la economía ha sido ordenado hasta el momento I

- Más allá del choque por precios del petróleo, no se debe olvidar el impacto adicional resultado del desempeño de nuestro vecindario 'modelo'

Choque externo y crecimiento

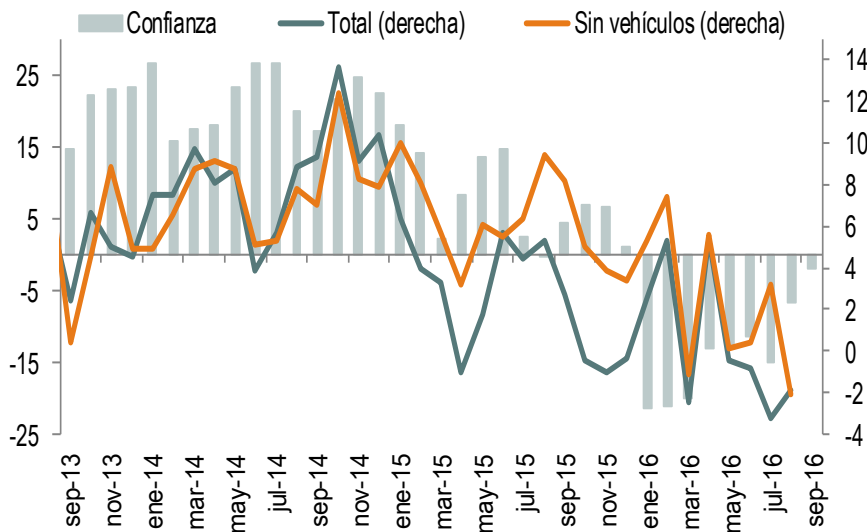


Fuente: presentación Juan Pablo Zárate, Codirector del BanRep, con fuente FMI, Banco Mundial

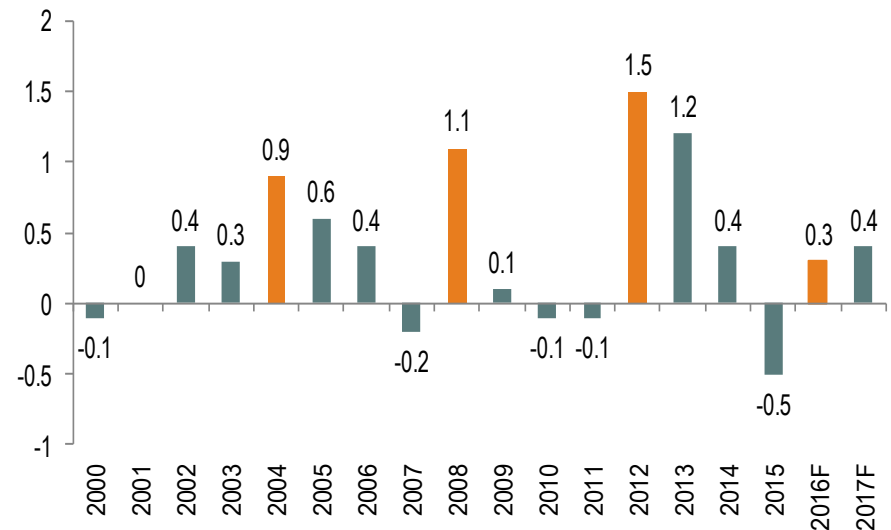
El consumo total comienza a reflejar el menor ingreso nacional

- Este ajuste es necesario a fin de evitar riesgos de sobre-endeudamiento
- Esperamos que el consumo privado se expanda 2.8% en 2016 (3.9% en 2015) y 2.6% en 2017 (este último sería inferior dependiendo de la magnitud de incremento del IVA)
- El gasto público se recuperaría en 2017 (1.9% vs. 0.9% en 2016 y 2.8% en 2015).

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



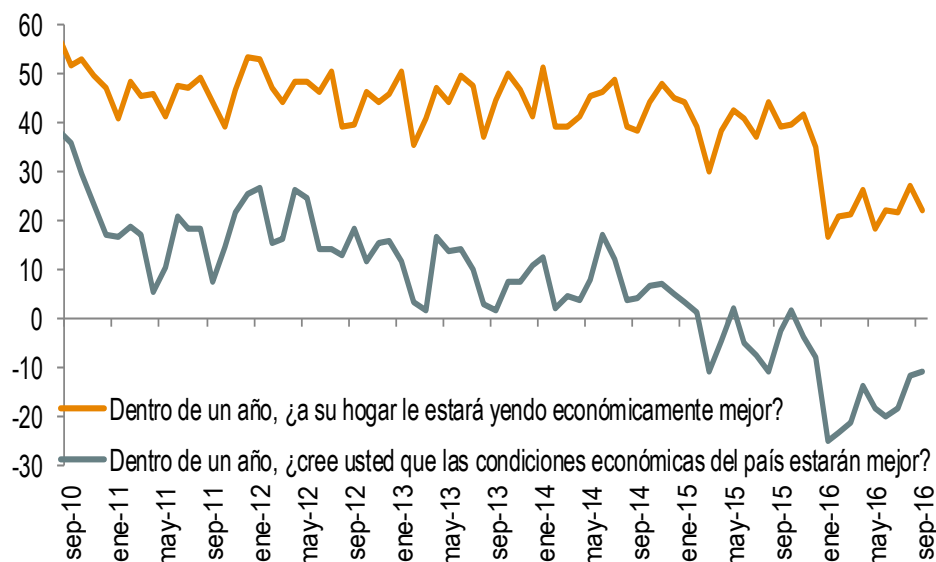
Balance fiscal de los gobiernos regionales y locales
(% del PIB)



Fuente: DANE, Fedesarrollo, Credicorp Capital

La confianza del consumidor se ha recuperado recientemente: escenario político y reforma tributaria inciden

Confianza del consumidor según componentes (%)



Disposición a comprar bienes muebles y electrodomésticos (%)

Ciudad, Balance %	2014	2015	2016	
	Septiembre	Septiembre	Agosto	Septiembre
Bogotá	25,2	-21,1	-18,2	-13,9
Medellín	29,3	-18,3	-37,1	1,2
Cali	29,5	-4,9	3,6	2,3
Barranquilla	53,7	35,5	3,5	29,7
Bucaramanga	19,4	14,9	-43,3	-13,9
Total	28,7	-12,1	-20,0	-4,4

Confianza del consumidor según ciudades (%)

Ciudad, Balance %	2014	2015	2016	
	Septiembre	Septiembre	Agosto	Septiembre
Bogotá	12,7	-1,2	-7,5	-6,2
Medellín	12,9	3,5	-9,8	-1,8
Cali	28,1	9,6	1,4	3,6
Barranquilla	39,5	25,7	2,8	11,4
Bucaramanga	24,9	15,8	-17,5	-1,3
Total	17,5	4,3	-6,6	-2,1

Confianza del consumidor según nivel socioeconómico (%)

Nivel Socioeconómico, Balance %	2014	2015	2016	
	Septiembre	Septiembre	Agosto	Septiembre
Alto	25,7	-21,8	-10,0	-17,8
Medio	12,9	4,5	-7,9	-2,4
Bajo	20,9	7,5	-4,9	-0,1
Total	17,5	4,3	-6,6	-2,1

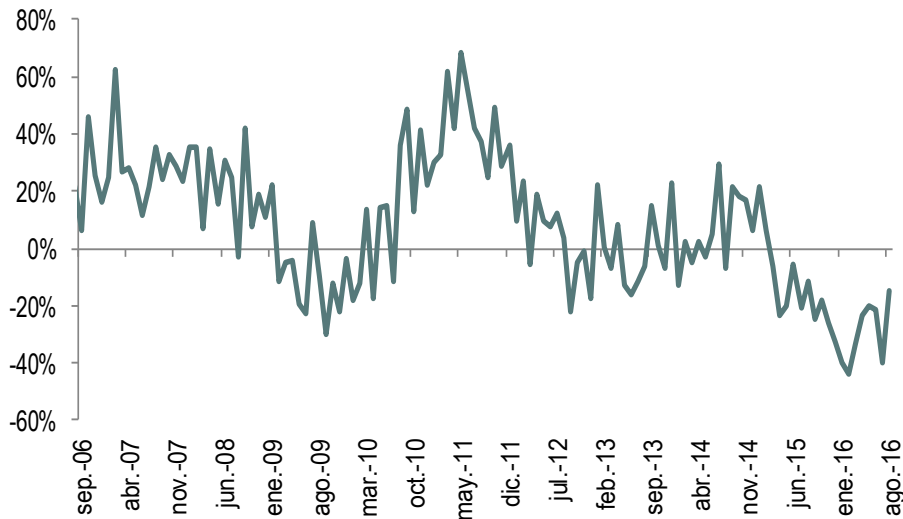
Disposición a comprar vivienda por Ciudades (%)

Ciudad, Balance %	2014	2015	2016	
	Septiembre	Septiembre	Agosto	Septiembre
Bogotá	24,7	-2,8	-15,3	-13,3
Medellín	16,3	7,1	-12,9	10,9
Cali	16,3	23,7	6,0	10,5
Barranquilla	57,1	34,8	11,3	24,0
Bucaramanga	32,3	24,0	-29,4	8,7
Total	24,5	7,4	-10,3	0,1

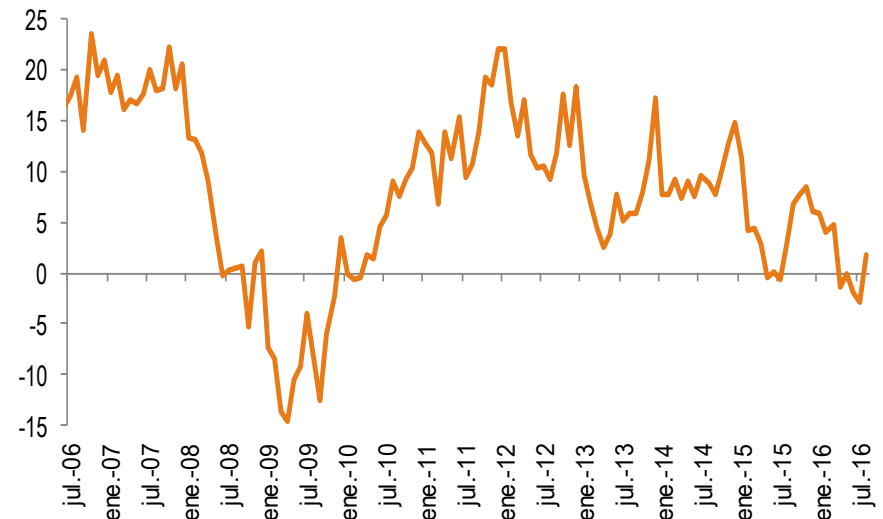
La inversión se contraerá este año por primera vez desde 2009

- Inversión privada afectada por mayores tasas de interés, alto FX y sector petrolero.
- Inversión pública afectada por recortes de gasto y baja ejecución de gobiernos regionales.
- En 2017 se espera mayor ejecución pública (ciclo político) e impacto de programa 4G. Reforma tributaria podría estimular inversión privada (inversión 2016: -0.5%; 2017: 3.5%)

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



**Expectativas de inversión a 12 meses
(balance de respuestas, %)**



Fuente: DANE, BanRep, Credicorp Capital

La ejecución de las vías 4G es cada vez más crítica para la economía

- Seguimos optimistas sobre el programa de 4G en medio de importantes hitos este año:
 - ✓ Venta de Isagen por USD ~3.5 mil MM, aliviando preocupaciones de financiación
 - ✓ Credicorp y SAM lanzaron un segundo fondo de deuda por USD 500 MM
 - ✓ Colocación de bonos por USD 410 MM en mercados internacionales
 - ✓ Bancos extranjeros como Corpbanca, Itaú, BID, Mitsui, Credit Agricole y la IFC han entrado a participar en el proceso de financiación.

Hitos del programa de concesiones viales 4G

	#	Capex (USD mil MM)
Total de proyectos adjudicados	30	10.8
Primera ola	10	3.9
Segunda ola	9	3.9
Proyectos de iniciativa privada	10	3.1
Tercera ola	1	0.3
Proyectos que han logrado cierre financiero	17	6.6
Primera ola	10	3.9
Segunda ola	5	2.1
Proyectos de iniciativa privada	2	0.6
Proyectos bajo ejecución	16	6.6
Primera ola	10	3.9
Segunda ola	4	2.1
Proyectos de iniciativa privada	2	0.6
Total de proyectos	30	12.1

Fuente: ANI, Credicorp Capital

Cada vez más subsectores industriales crecen

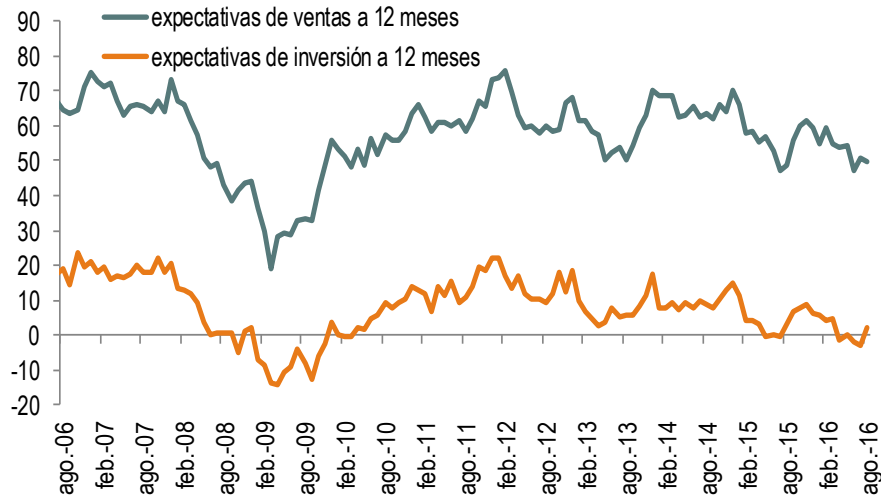
Crecimiento anual de la producción industrial según subsectores (%)



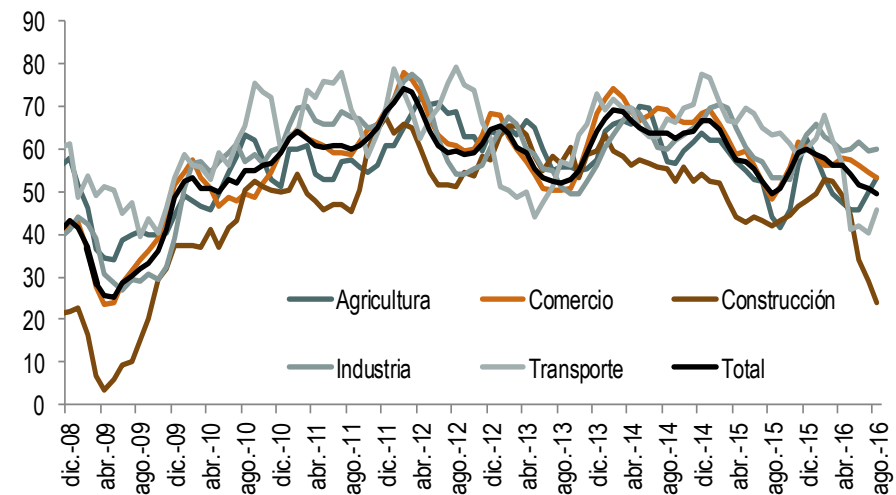
A pesar del escenario más desafiante, la confianza empresarial se mantiene en niveles relativamente favorables

- Mantenemos la hipótesis de que la diversificación productiva es un factor determinante a la hora de enfrentar choques como el actual.
- Esperamos un crecimiento de la economía de 2.3% para 2016 y de 2.7%, con sesgo a la baja.

Expectativas a 12 meses de ventas e inversión (%)



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

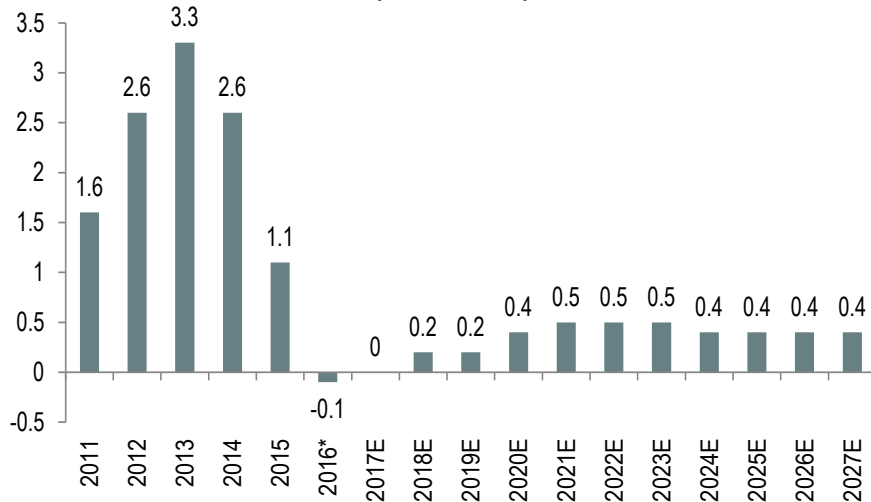


Fuente: BanRep, Credicorp Capital

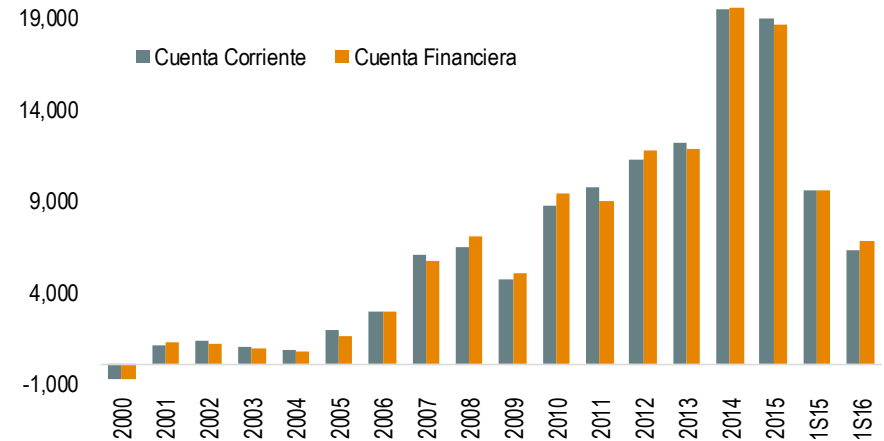
En todo caso, resulta claro que el ajuste debe continuar

- El gobierno perdió más de 3% del PIB en ingresos fiscales derivados del petróleo desde 2013.
- El déficit de CC pasó de USD 12.1 bn (3.2% del PIB) en 2013 a USD 19 bn (6.4%) en 2015. las exportaciones se redujeron en más de USD 20 bn.
- El FX aumentó ~90% desde mitad de 2014 y la inflación pasó de 2% en 2013 a 8.9% en jul-16.

**Ingresos petroleros del gobierno central
(% del PIB)**



**Balanza de pagos
(USD MM)**



Fuente: Ministerio de Hacienda, BanRep, Credicorp Capital

Así, nuestra hipótesis de escenario dicotómico está más vigente que nunca

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



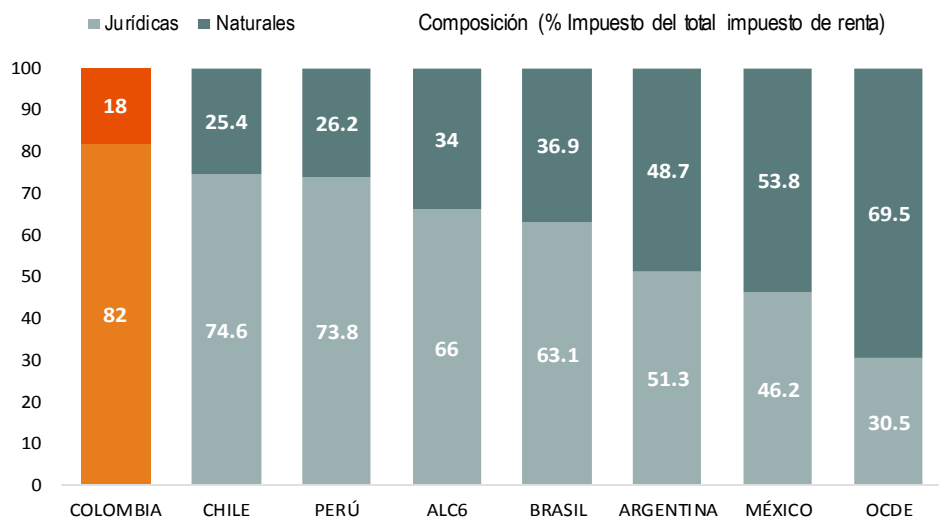
Deterioro adicional de la confianza sobre el país



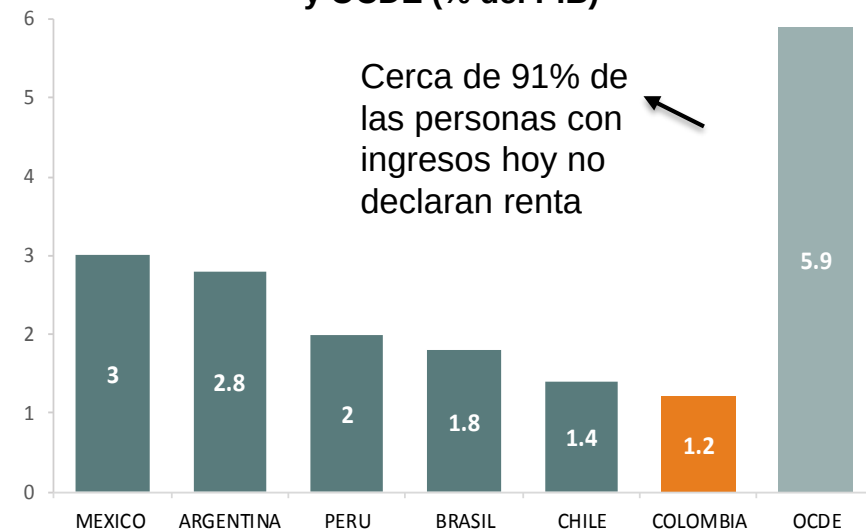
Incremento sustancial en el costo de financiamiento, afectando tanto a la economía real como los activos de riesgo

La reforma no debe sólo estar dirigida a incrementar carga tributaria

Participación impuesto de renta personas jurídicas y naturales en América Latina y OCDE (%)



Impuesto de renta personas naturales en América Latina y OCDE (% del PIB)



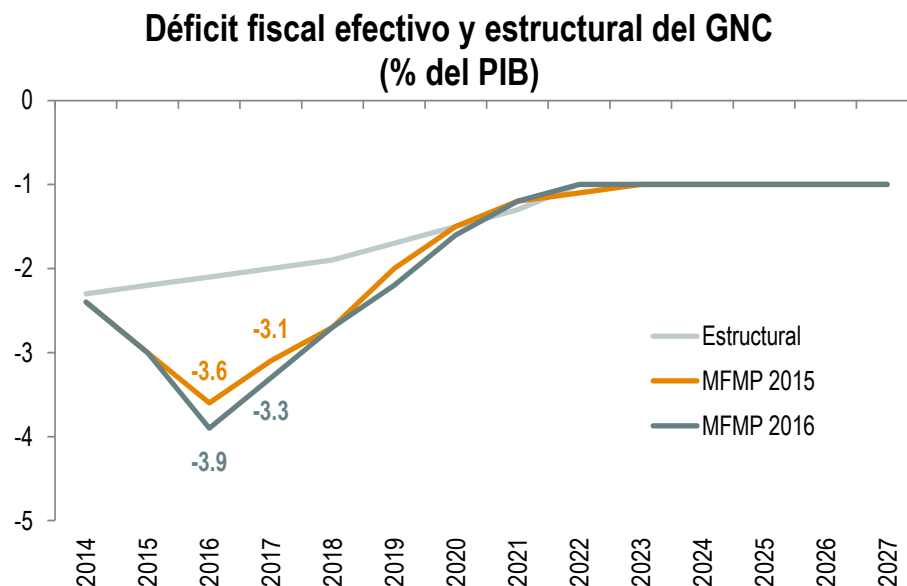
Creemos que el proyecto de reforma tiene, en efecto, carácter estructural

- El proyecto acogió alrededor de un 70% de las propuestas del Comité de Expertos.
- Incorpora cambios en las tarifas de impuestos directos e indirectos, aumenta la base gravable de empresas y personas naturales, ataca evasión y elusión, y busca simplificar el sistema tributario colombiano.
- La reforma presentada incrementaría el recaudo de impuestos en 2.7% del PIB para 2022, por encima de nuestra estimación de 2.0% del PIB. Para 2017 el incremento sería de 0.8%.
- La tarifa general del IVA pasaría de 16% a 19% en 2017. En todo caso, productos básicos como alimentos y educación continuarían exentos/excluidos.
- La estructura impositiva para empresas sería simplificada: se cobraría un sólo tributo (impuesto de renta) frente a los cuatro que existen hoy (Renta, CREE, sobretasa y riqueza).
- Las compañías grandes serían gravadas con un impuesto de renta total de 39% en 2017, 36% en 2018 y 32% a partir de 2019 (para 2017 la tasa sería 42% bajo el régimen actual).

Creemos que el proyecto de reforma tiene, en efecto, carácter estructural

- Personas naturales residentes y extranjeras serían gravadas con un 10% sobre dividendos >COP 29.7 MM anuales. Las firmas locales no estarán sujetas (extranjeras 10%).
- Para personas naturales, la estructura se simplificaría a través de mantener un solo sistema (renta ordinaria). La base impositiva se incrementaría a partir de 2018 (desde COP 2.5 MM mensuales vs. COP 3.5 MM hoy = 440 mil personas más). El límite de exenciones será de 35% del total de ingresos con un monto máximo de COP 104 MM.
- Régimen más estricto para ESAL.
- Monotributo
- Cárcel para evasores (48-108 meses) y multa de 20% (>COP 5,000 MM en activos/pasivos).
- IVA de 5% a viviendas con valor superior a COP 800 MM.
- Impuestos específicos a bebidas azucaradas y cigarrillos.
- 4 x 1000 se mantiene

En línea con nuestras expectativas, la reforma sería implementada gradualmente, también consistente con la regla fiscal



Ingresos adicionales esperados para el GNC por tipo de impuesto (% del PIB)

% del PIB	2017	2018	2019	2020	2021	2022
IVA y consumo	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
GMF	0.0	0.0	0.2	0.4	0.6	0.9
Renta	-0.2	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
Combustibles	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Subtotal	0.8	1.0	1.5	1.6	1.8	2.1
Gestión DIAN	0.0	0.0	0.3	0.4	0.5	0.5
Total	0.8	1.0	1.8	2.0	2.3	2.6

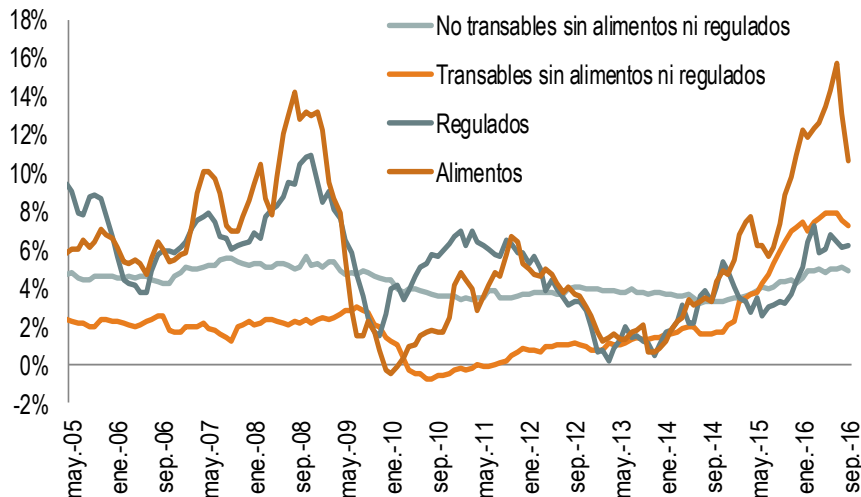
La victoria del NO en el plebiscito genera riesgos sobre la aprobación de la reforma. En todo caso, los incentivos políticos estarían alineados

- i. El presupuesto de 2017, que no incluye ingresos adicionales de la reforma, no presenta un incremento en términos reales, con la inversión cayendo 2.2%; así, una reforma tributaria permitiría adiciones presupuestales, que consideramos del interés de los Congresistas en un año pre-electoral;
 - ii. teniendo en cuenta que se realizarán elecciones presidenciales en may-18, los partidos políticos, incluyendo aquellos que se vieron favorecidos por el resultado del plebiscito, muy seguramente preferirán tener resuelto en buena parte, para ese entonces, el complejo escenario fiscal.
-
- En todo caso, los riesgos no son despreciables en medio de la actual coyuntura política

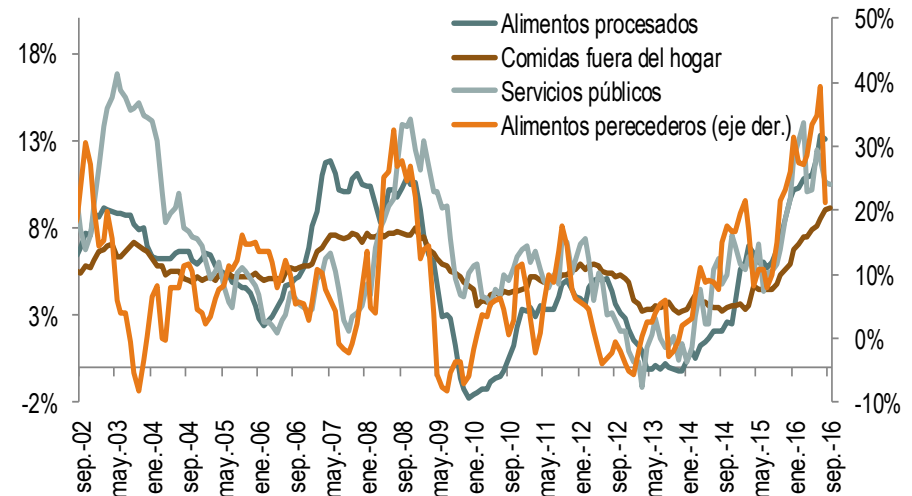
La reducción de la inflación debe continuar hacia adelante

- Tendencia a la baja debe mantenerse en medio de reversión de factores temporales (El Niño y FX) y demanda interna más débil
- Esperamos un cierre de 6.0% en 2016 y de 3.8% en 2017 (**sin IVA**).
- Nuestras estimaciones iniciales apuntan a que un incremento de 3pp en el IVA podría tener un efecto de 0.5pp – 1pp. Dado el ciclo, éste podría tender hacia la parte baja del rango.

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



Esperando la reversión de factores temporales

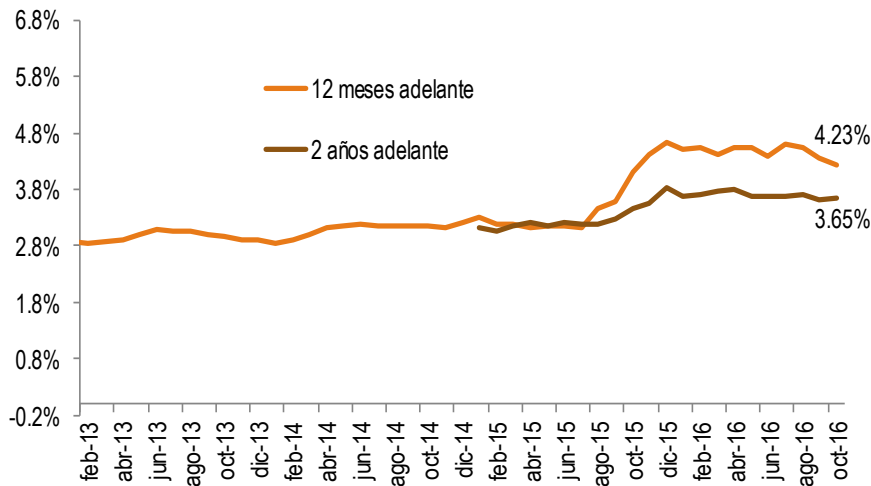


Fuente: Ministerio de Hacienda, BanRep, Credicorp Capital

Por ahora, mantenemos la expectativa del inicio de un ciclo bajista por parte del BanRep a partir de dic-16/1T-17

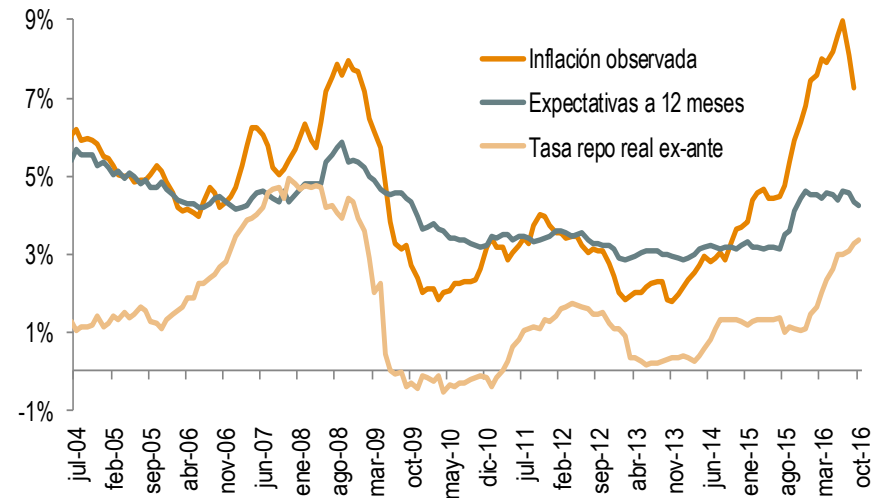
- Esperamos una tasa repo de 5.75% al cierre de 2017 (sesgo bajista) como resultado de:
 - ✓ Fuerte reversión de la inflación y reducción de expectativas
 - ✓ Ajuste relevante de la cuenta corriente
 - ✓ Tasa repo real ex – ante muy alta
 - ✓ Eventual aprobación de reforma tributaria

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



Fuente: Ministerio de Hacienda, BanRep, Credicorp Capital

Inflación observada, expectativas de inflación y tasa repo real ex-ante



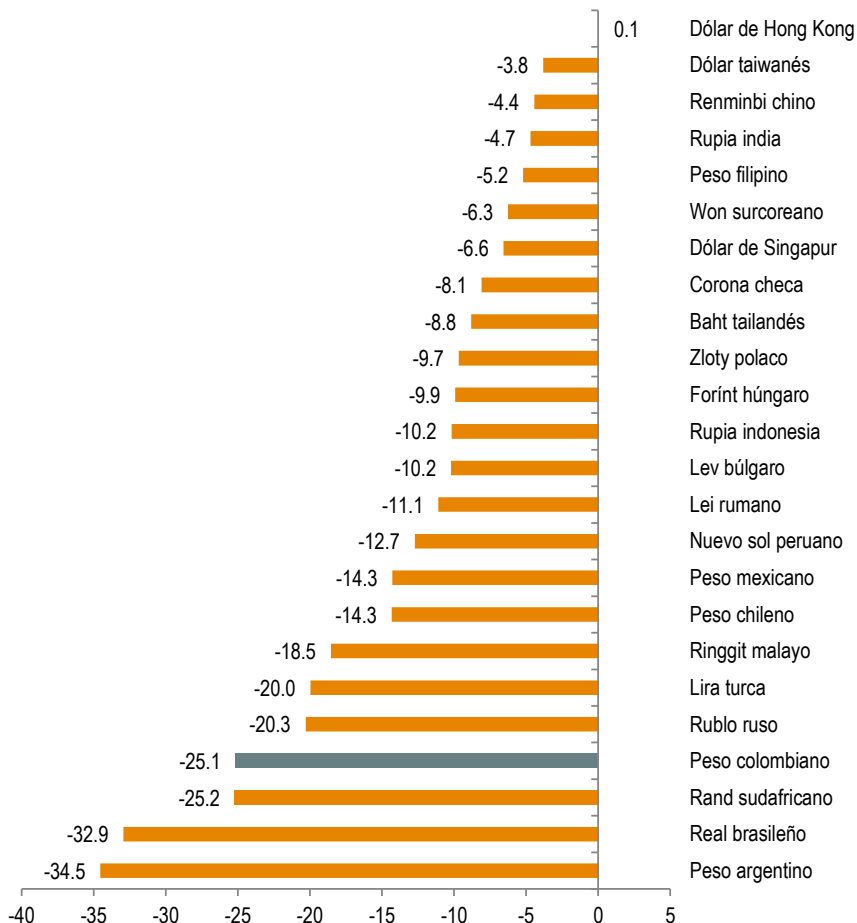
La cuenta corriente ha tenido un mejor comportamiento al esperado

	2014	2015	2016E	2017E
PIB nominal (USD MM)	378,375	291,218	275,690	324,829
Cuenta Corriente	-19,460	-18,939	-13,000	-12,900
<i>% del PIB</i>	-5.1%	-6.4%	-4.7%	-4.0%
Bienes y servicios	-11,300	-18,231	-14,600	-14,700
Bienes	-4,640	-13,935	-11,800	-12,200
Exportaciones	56,899	38,114	30,200	31,800
<i>var. %</i>	-5.6%	-33.0%	-20.8%	5.3%
Importaciones	61,539	52,049	42,000	44,000
<i>var. %</i>	7.8%	-15.4%	-19.3%	4.8%
Servicios	-6,660	-4,295	-2,800	-2,500
Exportaciones	6,900	7,144	7,000	7,500
<i>var. %</i>	0.6%	3.5%	-2.0%	7.1%
Importaciones	13,560	11,439	9,800	10,000
<i>var. %</i>	6.1%	-15.6%	-14.3%	2.0%
Renta Factorial	-12,634	-5,825	-4,100	-4,500
<i>var. %</i>	-11.1%	-53.9%	-29.6%	9.8%
Transferencias	4,475	5,117	5,700	6,300
<i>var. %</i>	-2.6%	14.3%	11.4%	10.5%
Cuenta de Capital	19,836	19,201	14,788	12,953
Inversión Directa	12,426	7,890	7,388	5,753
Ingresos	16,325	12,108	11,388	8,353
Egresos	3,899	4,218	4,000	2,600
Inversión de Portafolio	11,654	9,686	5,300	4,100
Ingresos	18,661	9,807	7,500	5,600
Egresos	7,007	122	2,200	1,500
Créditos y deuda	461	2,041	2,100	3,100
Cambio en activos de reserva	4,437	415	1,788	53

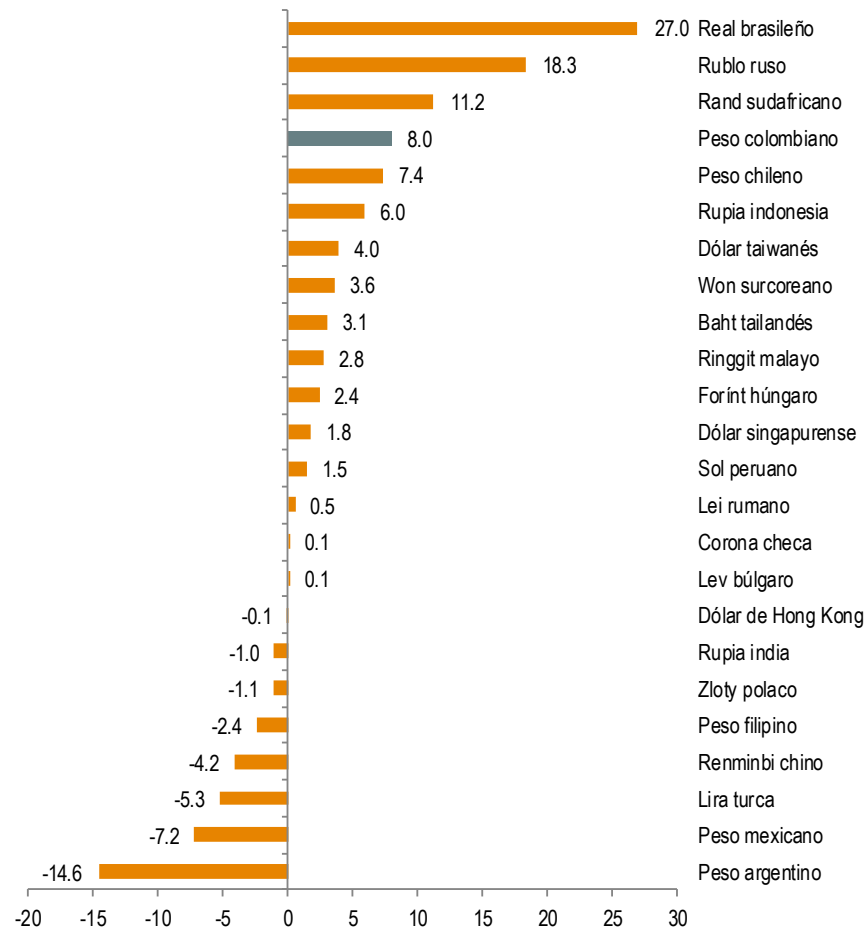
Fuente: Credicorp Capital

Creemos que el comportamiento relativo del COP podría estar reflejando un *overshooting* desde mitad de 2014

Comportamiento de monedas EM 2015 (%)



Comportamiento de monedas EM 2016 (%)



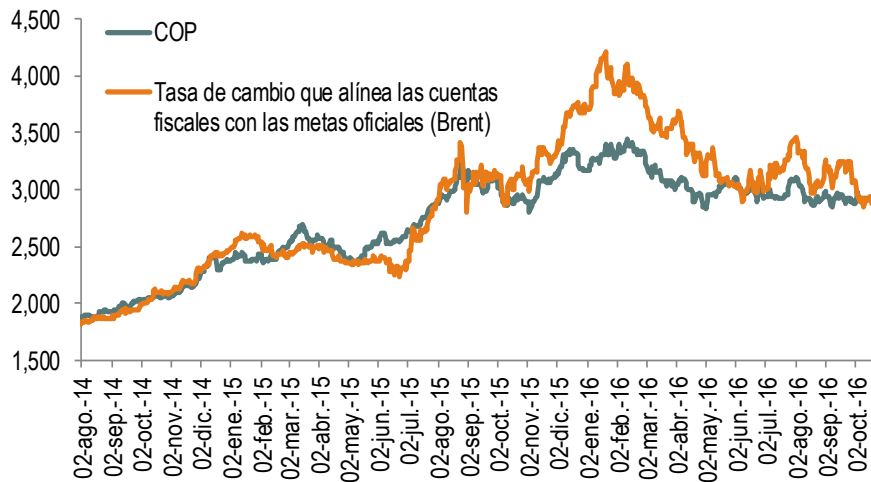
Fuente: Bloomberg. Al 23 de mayo

Nuestro escenario base continúa asumiendo un COP de 2800-2900 a dic-16 y de 2600-2700 a dic-17

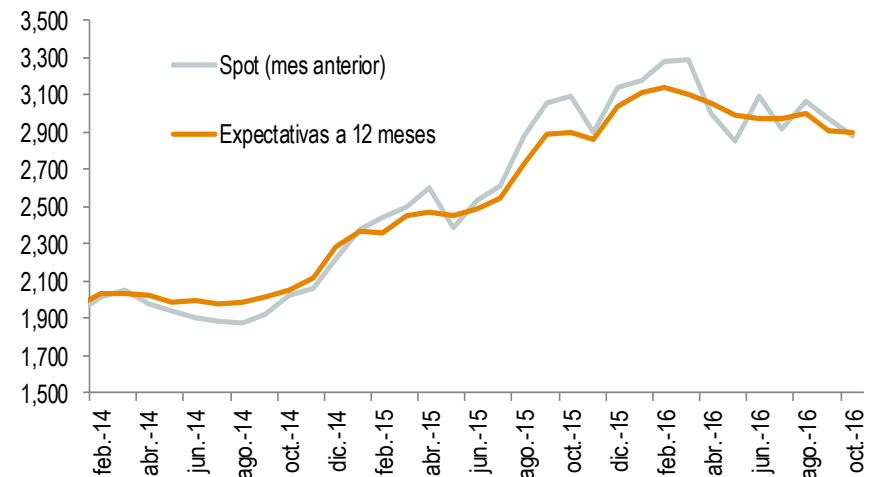
■ Esta visión está basada en:

- ✓ **Aprobación de reforma tributaria**
- ✓ Expectativa de un mejor escenario externo (e.g. recuperación adicional del petróleo).
- ✓ Balance de riesgos sobre el déficit en cuenta corriente aun sesgados a la baja
- ✓ Flujos crecientes de IED y deuda al sector de infraestructura

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



Spot vs. expectativas a 12 meses (Encuesta BanRep)



Fuente: Ministerio de Hacienda, BanRep, Credicorp Capital

Proyecciones económicas

Colombia

Rating (outlook): BBB (n) / Baa2 (s) / BBB (n)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
Actividad económica								
PIB corriente (USD MM)	287,121	335,410	369,385	379,945	378,375	291,218	275,690	324,829
PIB per cápita (USD)	6,309	7,284	7,930	8,068	7,944	6,042	5,649	6,589
PIB real (var. %)	4.0	6.6	4.0	4.9	4.4	3.1	2.3	2.7
Demanda Interna real (var. %)	5.6	8.4	4.7	5.0	6.0	3.6	1.5	2.6
Consumo real total (var. %)	5.1	5.5	4.8	4.6	4.3	3.9	2.2	2.3
Consumo privado real (var. %)	5.0	6.0	4.4	3.4	4.2	3.9	2.8	2.6
Consumo público real (var. %)	5.6	3.6	6.3	9.2	4.7	2.8	0.9	1.9
Inversión bruta real (var. %)	7.4	18.9	4.3	6.3	11.6	2.6	-0.5	3.5
Inversión bruta (% del PIB)	24.5	27.4	27.4	27.8	29.7	29.6	28.8	29.0
Exportaciones reales (var. %)	1.3	11.8	6.0	5.2	-1.3	-0.7	2.3	2.8
Importaciones reales (var. %)	10.8	21.5	9.1	6.0	7.8	3.9	-3.6	1.2
Tasa de desempleo (%)	11.1	9.8	9.6	8.4	8.7	8.6	9.0	9.2
Precios y monetario								
Inflación (fin de año)	3.2	3.7	2.4	1.9	3.5	6.8	6.0	3.8
Inflación (promedio)	2.3	3.4	3.2	2.0	2.9	5.0	7.6	4.2
Tasa de referencia (fin de año)	3.00	4.75	4.25	3.25	4.50	5.75	7.50	5.75
Cuentas fiscales								
Balance Fiscal GNC (% del PIB)	-3.9	-2.8	-2.3	-2.3	-2.4	-3.0	-4.1	-3.3
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	-1.4	-3.4	-2.5	-2.5
Deuda bruta GNC (% del PIB)	38.6	36.5	34.6	37.1	38.3	43.8	45.0	44.2
Deuda neta GNC (% del PIB)	37.2	34.6	33.5	34.6	36.9	41.0	43.5	42.7
Deuda bruta SPNF (% del PIB)	46.2	43.1	40.6	43.1	45.9	51.3	55.6	53.4
Deuda neta SPNF (% del PIB)	35.6	34.1	32.6	34.6	38.3	44.4	47.6	45.4
Sector externo								
Balanza comercial (USD MM)	1,559	5,359	4,023	3,180	-4,630	-14,026	-15,100	-15,500
Exportaciones	39,713	56,915	60,125	60,281	56,923	38,125	30,200	32,500
Importaciones	38,154	51,556	56,102	57,101	61,553	52,151	45,300	48,000
Balanza en cuenta corriente (USD MM)	-8,929	-9,854	-11,834	-12,367	-19,593	-18,925	-13,000	-12,900
(Como % del PIB)	-3.1	-2.9	-3.2	-3.2	-5.2	-6.4	-4.7	-4.0
IED neta (USD MM)	6,430	14,648	15,039	16,211	16,325	12,108	11,388	8,353
Reservas Internacionales (USD MM)	28,464	32,303	37,474	43,625	47,328	46,740	46,878	46,938
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	2,850

Fuente: DANE, BanRep, Bloomberg, Estimaciones Credicorp Capital

1/ Sector Público Consolidado (SPC): corresponde al balance fiscal del gobierno incluyendo el SPNF (GNC y Sector Descentralizado), el BanRep y el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafín).

Mercado de Renta Fija Local

Diferenciando el corto del mediano plazo

Tasas reales de títulos con vencimiento a 10 años en moneda local...

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Average
Brazil							8.40%	5.88%	8.65%	5.90%	5.53%	4.15%	5.34%	5.48%	3.23%	5.84%
Chile					2.65%	3.14%	-1.25%	-1.01%	8.00%	4.26%	1.23%	3.88%	2.22%	-0.04%	0.44%	2.14%
Colombia	6.54%	7.33%	7.23%	7.49%	4.54%	6.60%	4.15%	3.78%	5.62%	3.60%	2.08%	3.87%	4.56%	2.89%	1.35%	4.78%
Mexico	6.34%	4.08%	4.82%	4.65%	4.94%	4.09%	3.83%	1.80%	4.26%	2.47%	2.90%	2.09%	1.57%	1.86%	3.36%	3.54%
Peru						6.01%	0.63%	-2.47%	4.86%	2.94%	0.45%	1.94%	2.55%	2.29%	2.56%	2.18%
South Korea	3.50%	2.77%	1.61%	1.71%	2.31%	2.99%	1.69%	1.41%	2.31%	1.72%	-0.01%	2.01%	2.15%	2.36%	1.40%	2.00%
Philippines	11.28%	10.55%	8.95%	5.10%	5.76%	4.26%	3.21%	0.30%	3.28%	3.43%	1.93%	1.93%	-0.60%	1.27%	3.67%	4.29%
India	4.10%	3.17%	2.76%	1.19%	1.55%	0.87%	2.31%	-1.57%	-7.07%	-1.49%	1.73%	-2.61%	-0.93%	2.56%	2.62%	0.61%
Indonesia			6.21%	4.94%	-4.15%	4.89%	2.78%	1.43%	8.15%	1.40%	3.49%	2.13%	-1.10%	-0.16%	1.82%	2.45%
Malasia	2.97%	2.41%	2.68%	2.77%	0.77%	1.20%	1.26%	-0.26%	2.93%	1.74%	0.85%	2.28%	0.42%	1.28%	1.49%	1.65%
Tailand	4.68%	3.00%	1.70%	1.73%	-0.79%	1.71%	1.42%	4.08%	0.28%	0.44%	0.11%	-0.14%	2.07%	2.97%	3.53%	1.79%
Taiwan	5.88%	2.74%	2.21%	1.03%	-0.15%	1.29%	-0.93%	1.01%	1.76%	0.15%	-0.61%	-0.37%	1.06%	1.01%	1.11%	1.15%
Hungary	1.08%	2.18%	1.06%	2.54%	3.18%	0.59%	-0.62%	4.55%	3.33%	2.46%	3.38%	2.83%	5.50%	5.80%	3.34%	2.75%
Poland	7.06%	4.95%	4.02%	2.41%	4.50%	3.80%	1.44%	2.70%	2.54%	2.62%	1.32%	2.58%	3.32%	4.55%	3.40%	3.42%
Czech Rep.	2.04%	4.28%	3.16%	1.96%	1.34%	2.04%	-1.01%	1.01%	3.71%	1.53%	1.34%	0.41%	0.70%	1.46%	0.52%	1.63%
South Africa	6.59%	-0.59%	9.42%	5.81%	4.42%	1.96%	-0.73%	-0.46%	2.28%	4.84%	2.13%	1.32%	1.81%	2.80%	3.22%	2.99%
Average	5.17%	3.91%	4.30%	3.33%	2.20%	3.03%	1.66%	1.39%	3.43%	2.38%	1.74%	1.77%	1.91%	2.40%	2.32%	2.73%
Latam Av.	6.44%	5.70%	6.03%	6.07%	4.04%	4.96%	3.15%	1.60%	6.28%	3.83%	2.44%	3.18%	3.25%	2.50%	2.19%	4.11%
ExLatam Av.	4.92%	3.55%	3.98%	2.84%	1.70%	2.33%	0.99%	1.29%	2.14%	1.71%	1.42%	1.12%	1.31%	2.35%	2.38%	2.27%

Fuente: Bloomberg, Credicorp Capital

...y tasas nominales de estos títulos vs. tasas de política monetaria...

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Average
Brazil							199 bps	-163 bps	458 bps	141 bps	139 bps	298 bps	157 bps	49 bps	-77 bps	134 bps
Chile					190 bps	54 bps	47 bps	-224 bps	601 bps	402 bps	27 bps	39 bps	73 bps	156 bps	121 bps	135 bps
Colombia	619 bps	959 bps	694 bps	690 bps	361 bps	387 bps	58 bps	224 bps	423 bps	388 bps	113 bps	216 bps	334 bps	216 bps	182 bps	391 bps
Mexico	1102 bps	1001 bps	899 bps	1008 bps	843 bps	830 bps	773 bps	20 bps	348 bps	248 bps	233 bps	123 bps	211 bps	302 bps	292 bps	549 bps
Peru						272 bps	-41 bps	-249 bps	387 bps	208 bps	96 bps	39 bps	148 bps	208 bps	282 bps	135 bps
South Korea	681 bps	657 bps	507 bps	476 bps	497 bps	516 bps	535 bps	257 bps	317 bps	227 bps	94 bps	69 bps	78 bps	118 bps	82 bps	341 bps
Philippines	765 bps	587 bps	492 bps	582 bps	450 bps	103 bps	178 bps	262 bps	382 bps	315 bps	171 bps	148 bps	-2 bps	1 bps	8 bps	296 bps
India	102 bps	-24 bps	-131 bps	-13 bps	69 bps	39 bps	20 bps	148 bps	209 bps	159 bps	-17 bps	26 bps	36 bps	57 bps	100 bps	52 bps
Indonesia			1168 bps	1165 bps	-50 bps	206 bps	156 bps	340 bps	465 bps	196 bps	140 bps	10 bps	-61 bps	43 bps	68 bps	296 bps
Malasia	420 bps	415 bps	391 bps	223 bps	130 bps	84 bps	20 bps	88 bps	206 bps	122 bps	88 bps	50 bps	63 bps	76 bps	78 bps	164 bps
Tailand	319 bps	296 bps	223 bps	275 bps	94 bps	34 bps	131 bps	178 bps	255 bps	151 bps	40 bps	73 bps	152 bps	159 bps	124 bps	167 bps
Taiwan	196 bps	189 bps	78 bps	92 bps	-20 bps	-77 bps	-101 bps	28 bps	27 bps	-23 bps	-47 bps	-66 bps	-48 bps	-26 bps	-32 bps	11 bps
Hungary	795 bps	708 bps	682 bps	-132 bps	58 bps	-88 bps	-76 bps	-179 bps	287 bps	153 bps	61 bps	222 bps	293 bps	275 bps	209 bps	218 bps
Poland	1092 bps	579 bps	579 bps	41 bps	73 bps	125 bps	50 bps	109 bps	263 bps	230 bps	148 bps	80 bps	154 bps	150 bps	118 bps	253 bps
Czech Rep.	622 bps	490 bps	419 bps	231 bps	157 bps	127 bps	84 bps	239 bps	375 bps	312 bps	302 bps	277 bps	206 bps	151 bps	67 bps	271 bps
South Africa	189 bps	-176 bps	175 bps	202 bps	108 bps	-102 bps	-299 bps	-241 bps	172 bps	301 bps	286 bps	210 bps	231 bps	250 bps	182 bps	99 bps
Average	575 bps	473 bps	475 bps	372 bps	211 bps	167 bps	108 bps	52 bps	324 bps	221 bps	117 bps	114 bps	126 bps	137 bps	113 bps	239 bps
Latam av.	860 bps	980 bps	797 bps	849 bps	465 bps	386 bps	207 bps	-78 bps	444 bps	277 bps	122 bps	143 bps	184 bps	186 bps	160 bps	399 bps
ExLatam av.	518 bps	372 bps	417 bps	286 bps	142 bps	88 bps	63 bps	112 bps	269 bps	195 bps	115 bps	100 bps	100 bps	114 bps	91 bps	199 bps

Fuente: Bloomberg, Credicorp Capital

...sugieren que el nivel de equilibrio del TES a 10 años estaría contenido en el rango 6.0% - 8.5% (punto medio de 7.2%)

- Este ejercicio asume que:
 - ✓ Colombia mantiene el estatus de Grado de Inversión, lo cual a su vez implica que una reforma tributaria creíble es aprobada antes de finalizar el año
 - ✓ Las variables macro se encuentran cerca de sus niveles de largo plazo (e.g. PIB, inflación, tasa repo)
 - ✓ Eliminación o reducción adicional de impuesto a extranjeros

Promedio de tasa real título 10 años EM moneda local

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

**Promedio de tasa nominal título 10 años EM moneda local
vs. tasa de política**

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

Fuente: Bloomberg, Credicorp Capital

Las recomendaciones de corto plazo tienen en cuenta el escenario previsto de menor inflación y tasa repo, así como radicación de la reforma tributaria

Recomendaciones actuales mercado de renta fija local

Destacados renta fija	Nivel indicativo de compra
Financiero TF AAA a 2 años	8.00%
Financiero TF AAA a 5 años	7.87%
TES COP Oct-18	6.35%
TES COP Ago-26	7.19%

Fuente: Credicorp Capital

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, 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.

Credicorp Capital Andean Research Team

CONTACT LIST

Credicorp Capital

Daniel Velandia

Chief Economist

dvelandia@credicorpcapital.com

(571) 339 4400 Ext 1505

Camilo A. Durán

Economist

caduran@credicorpcapital.com

(571) 339 4400 Ext 1383

Felipe Guzmán

Senior Economist

fguzman@credicorpcapital.com

(562) 2651 9385

Banco de Crédito BCP

Carlos Prieto

Chief Economist

carlosprietob@bcp.com.pe

(511) 205 9190 Ext 32605

Joao Ribeiro

Economist

jribeiros@bcp.com.pe

(511) 313 2000 Ext 36308

Diego Díaz

Economist

diegodiazp@bcp.com.pe

(511) 313 2000 Ext 37512

Karla Farro

Economist

kfarro@bcp.com.pe

(511) 313 2000 Ext 37015

Junior Aguilar

Economist

jaquilar@bcp.com.pe

(511) 313 2000 Ext 33048

Fernando Salgado

Economist

fernandosalgado@bcp.com.pe

(511) 313 2000 Ext 36331

Luis Ortega

Economist

luisortegal@bcp.com.pe

(511) 313 2000 Ext 33107