

Perspectivas Económicas 2018 y Oportunidades de Inversión

Atravesando un punto de inflexión

Credicorp Capital Research

Barranquilla, octubre 24 de 2017

Daniel Velandia O., CFA

Director de Research – Economista Jefe

(+571) 339 4400 Ext.1505

dvelandia@credicorpcapital.com



Crecimiento mundial en 2018 llegaría a un máximo de 7 años

Proyecciones de crecimiento (%)

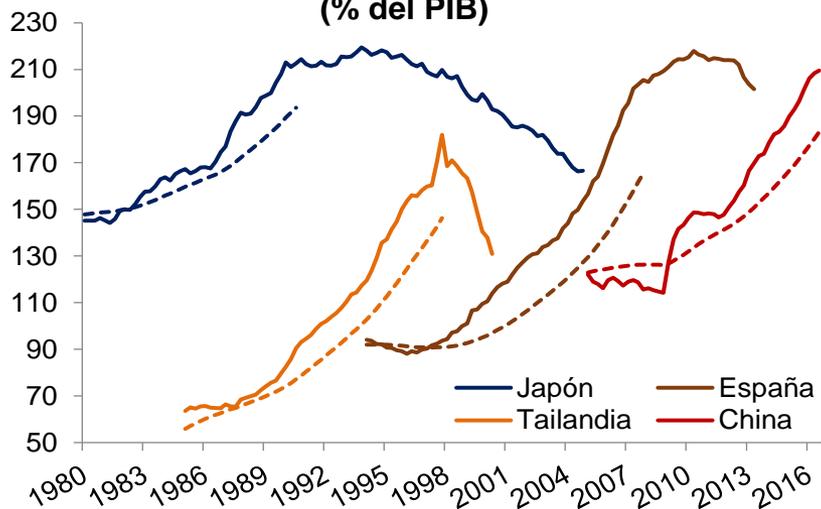
	Observados		Proyecciones oct-17			
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Mundo	3.4	3.2	3.6	3.7	3.7	3.7
Economías desarrolladas	2.1	1.7	2.2	2.0	1.8	1.7
EE.UU.	2.6	1.5	2.2	2.3	1.9	1.8
Zona Euro	2.0	1.8	2.1	1.9	1.7	1.6
Alemania	1.5	1.8	2.0	1.8	1.5	1.4
Francia	1.1	1.2	1.6	1.7	1.9	1.9
Italia	0.8	0.9	1.5	1.1	0.9	1.0
España	3.2	3.2	3.1	2.5	2.0	1.9
Japón	1.2	1.0	1.5	0.7	0.8	0.2
UK	2.2	1.8	1.7	1.5	1.6	1.7
Canadá	0.9	1.5	3.0	2.1	1.7	1.7
Otros desarrollados	2.0	2.2	2.6	2.5	2.5	2.5
Rusia	-2.8	-0.2	1.8	1.6	1.5	1.5
China	6.9	6.7	6.8	6.5	6.3	6.2
India	8.0	7.1	6.7	7.4	7.8	7.9
América Latina y Caribe	0.1	-0.9	1.2	1.9	2.4	2.6
MENA	2.7	5.0	2.6	3.5	3.2	3.3
Africa Sub-sahariana	3.4	1.3	2.6	3.4	3.4	3.7

Fuente: FMI

No obstante, riesgos relevantes persisten

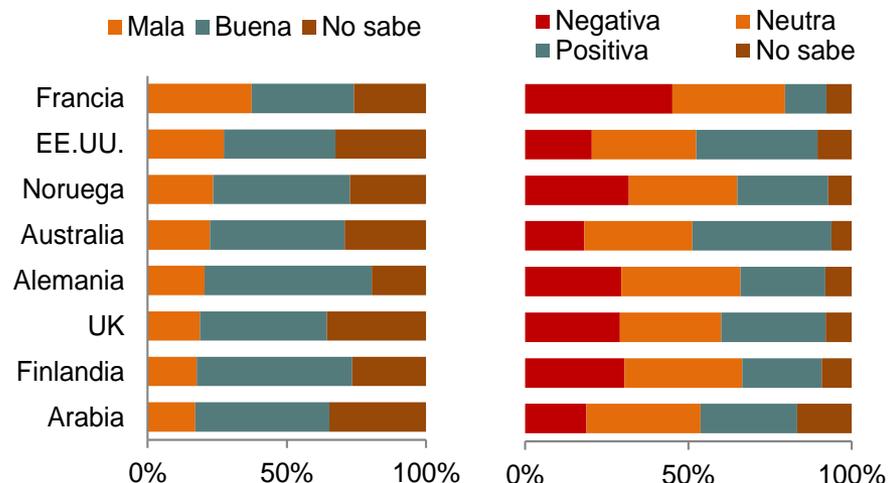
- ✓ Reino Unido va en el camino hacia un *'hard' Brexit*: conversaciones no muestran grandes avances tras duro revés para Theresa May en elecciones de Parlamento (Asociación de Mercados Financieros en Europa estima que un *hard Brexit* le costaría a los bancos de UK hasta EUR 55 mil millones o 2.4% del PIB británico)
- ✓ Una desaceleración mayor a la esperada en China, que podría llevar a una desaceleración mundial más extendida (deuda de la economía: ~270% del PIB).
- ✓ La economía de EEUU está en su tercer ciclo de expansión más largo desde 1850: ¿recesión a la vista?

China: crédito al sector privado no financiero 1/
(% del PIB)



Fuente: FMI, Bloomberg. 1/ Línea punteada muestra la tendencia del crédito

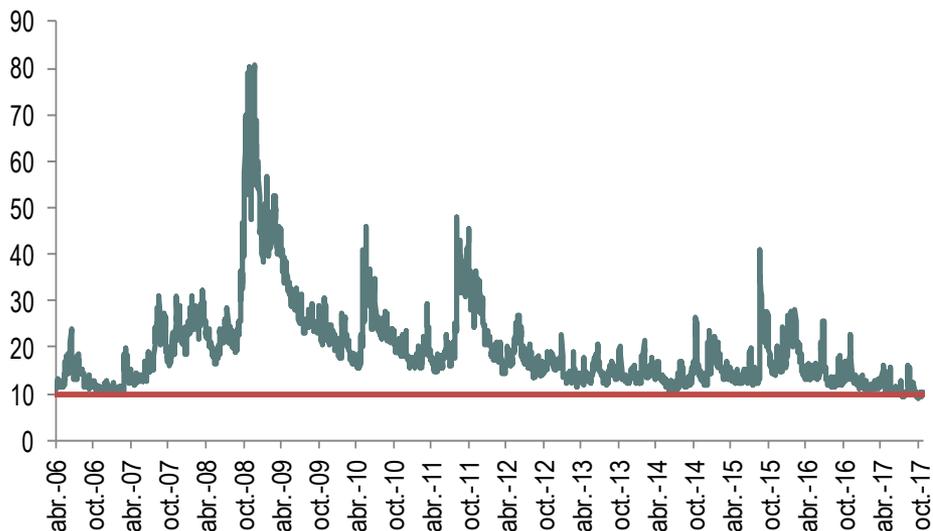
Europa: actitudes ante la globalización e inmigración
(% de respuestas)



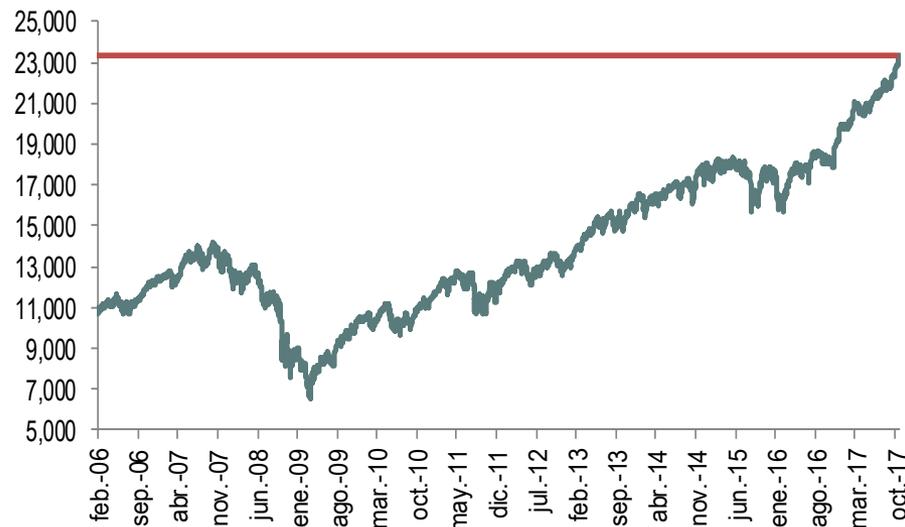
Por otra parte, se abre de nuevo el debate: ¿mercados financieros globales muy complacientes considerando los riesgos que aun existen?

- Tanto el FMI como el BIS han afirmado que las altas valoraciones que hoy se ven en el mercado y una muy baja volatilidad en un contexto de aún elevada incertidumbre, incrementan la probabilidad de una corrección en los mercados.
- El BIS habla de una “exuberancia irracional” por una toma de riesgos cada vez mayor que ha causado que los inversionistas ignoren los crecientes ratios de deuda y los riesgos políticos.

VIX - volatilidad financiera (Puntos)



Dow Jones en EE.UU. (Puntos)

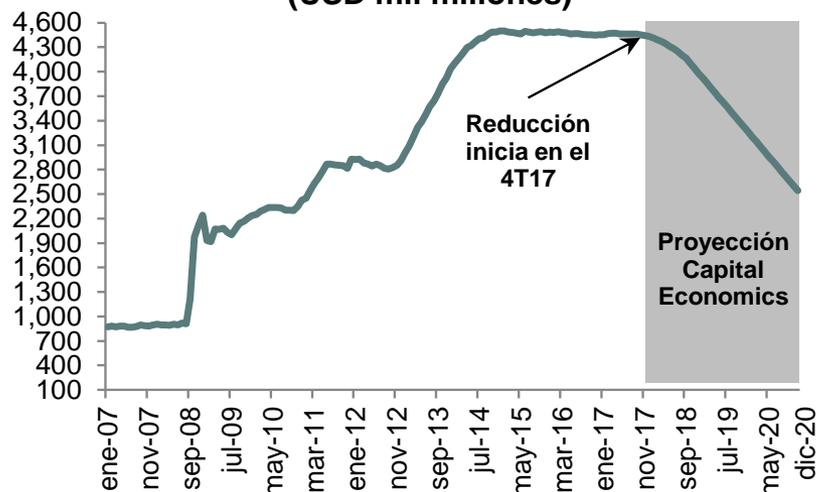


Fuente: Bloomberg

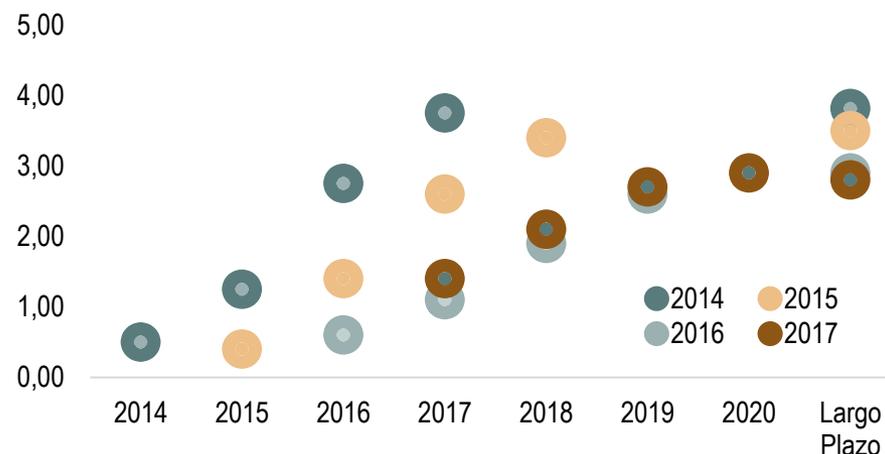
El ritmo del retiro del estímulo monetario por parte de principales bancos centrales seguirá siendo factor clave para los mercados

- ✓ Aun es posible que la Fed cumpla su escenario base de tres subidas de tasa este año.
- ✓ La incógnita es si podrá subirla tres veces en 2018 como tiene planificado, tomando en cuenta los límites que podría enfrentar el crecimiento y la debilidad que todavía muestra la inflación incluso pese a una fuerte depreciación del dólar este año.
- ✓ Además, la senda de reducción de la hoja de balance será determinante.

EE.UU.: activos en la hoja de balance de la Fed (USD mil millones)



EE.UU.: expectativa de tasa Fed por miembros del FOMC (%)

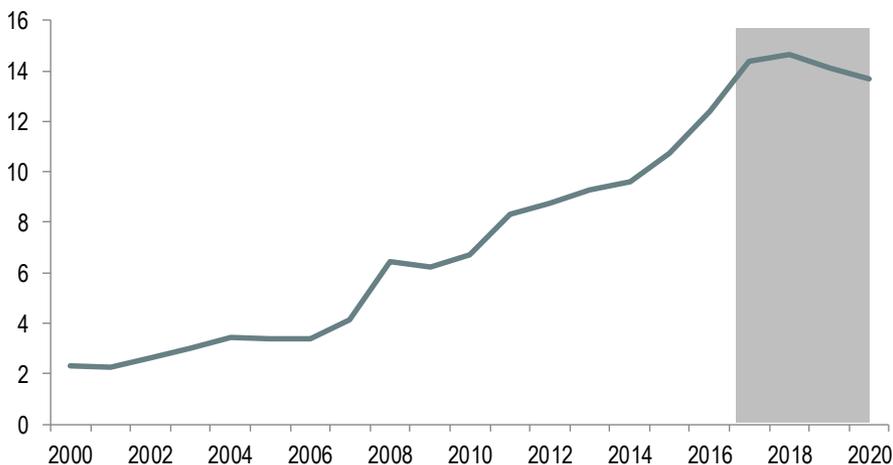


Fuente: FMI, Bloomberg. 1/ Línea punteada muestra la tendencia del crédito

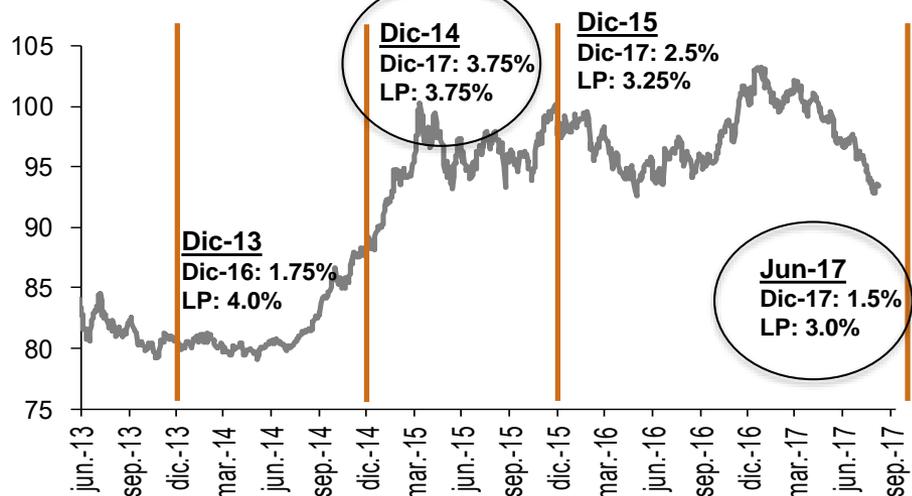
La liquidez global permanecería amplia. Es probable que ya se haya descontado buena parte de la política monetaria futura

- ✓ En nuestra opinión, la Fed debe ser cuidadosa en el retiro del estímulo para evitar excesiva apreciación del USD e incremento de tasas de interés que ralenticen la recuperación.
- ✓ Bajo los lineamientos de la Fed, una vez comience el recorte del balance éste caería en ~USD 2tn cuatro años después.
- ✓ El USD se ha depreciado ante recientes incrementos de la Fed, sugiriendo que nuevo escenario ya habría sido incorporado, al menos parcialmente.
- ✓ **El FMI estima que el dólar está sobrevaluado en alrededor de 10-20%.**

**Hoja de balance de Fed, BCE y BoJ
(Activos en billones USD)**



Índice de dólar DXY vs. nivel de tasa de interés esperada por la Fed

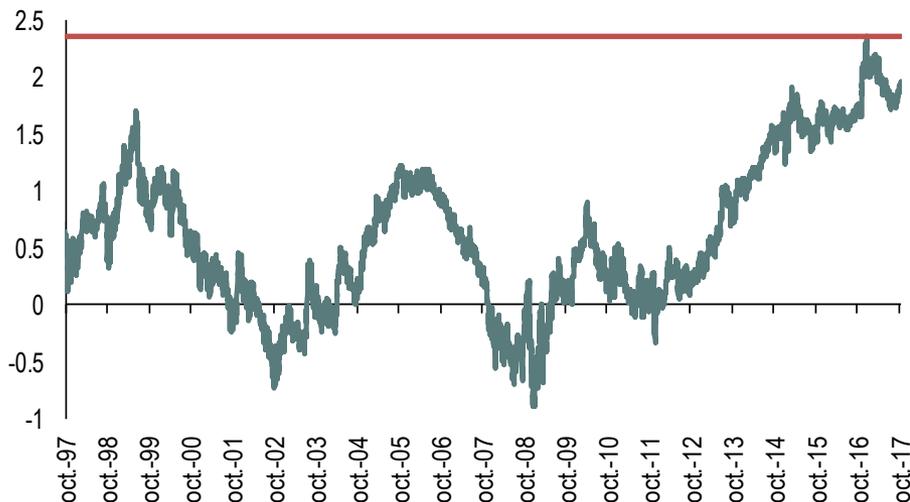


Fuente: Bloomberg, Fed, JPM

Un ajuste gradual de la política monetaria en EEUU y tasas de interés en Europa que permanecen en niveles bajos impondrían un techo a los UST10

- De acuerdo con el FMI, la hoja de balance de la Fed se reduciría en USD 318 mil millones en 2018 y USD 409 mil millones en 2019, equivalente a subir la tasa Fed solo 22 pbs en tal lapso.
- Mercados dan probabilidad de 70% a una subida de tasa Fed en dic-17.

**Spread UST10 - bono alemán 10Y
(Puntos básicos, al 10-jul)**



Fuente: Bloomberg

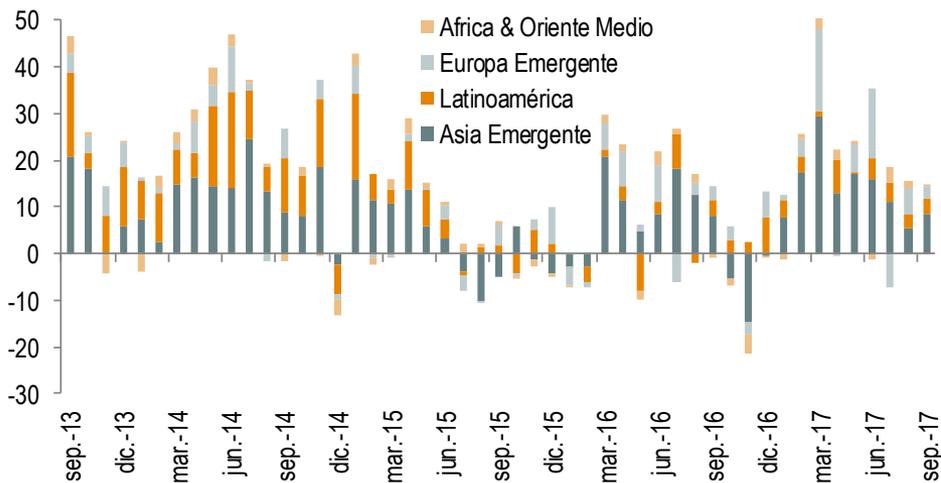
**Proyecciones de UST10
(%, cierre de período)**

Entidad	Última fecha de actualización	2017	2018
JPMorgan	29-sep	2.40	-
Standard Chartered	29-sep	2.40	2.00
Bank of America	08-sep	2.85	-
Goldman Sachs	08-sep	2.75	3.25
Citigroup	08-jun	2.65	-
Wells Fargo	08-sep	2.49	2.78
Morgan Stanley	08-sep	2.10	2.75
HSBC	28-sep	1.90	2.30
Consenso (mediana)	oct-02	2.48	2.97
Encuesta Fed Filadelfia	ago-17	2.40	2.80

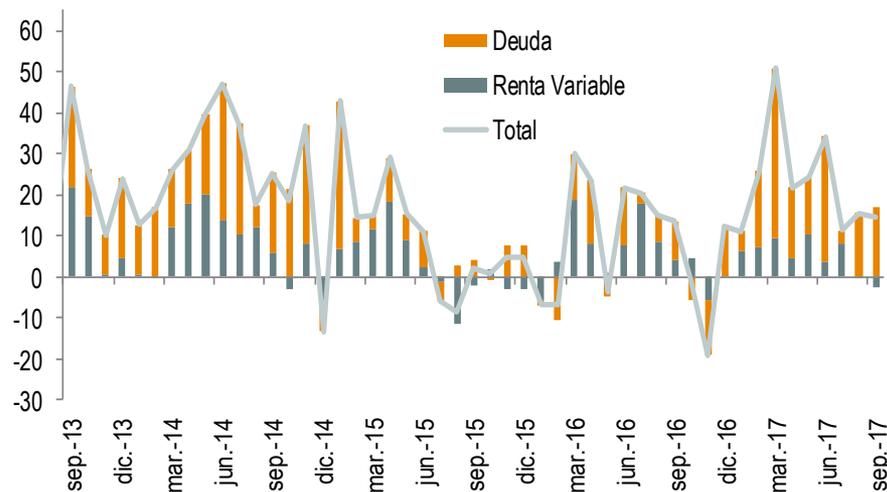
Una tendencia sin precedente: flujos de portafolio hacia emergentes

- A pesar de los diferentes choques y periodos de crisis en años recientes, no se han observado “*sudden stops*” de flujos de portafolio hacia las economías emergentes.
- Evidencia histórica: i) en la Gran Depresión los flujos se interrumpieron por décadas; ii) en la crisis de deuda latinoamericana de los 80s no se recibieron recursos por 8 años; y iii) en la crisis Asiática de 1997 la interrupción duró 6 años.

Flujos de portafolio hacia emergentes por región (USD mil MM)



Flujos de portafolio hacia emergentes según activo (USD mil MM)



Fuente: IIF

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

- ¿El ‘péndulo político’ está cambiando hacia la derecha?
- En todo caso, el PIB potencial es ahora menor en todos los países de la región

	Observados		Proyecciones oct-17			
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
America Latina y Caribe	0.1	-1.0	1.2	1.9	2.4	2.6
Argentina	2.6	-2.3	2.7	3.0	3.1	3.1
Brasil	-3.8	-3.6	0.7	2.3	2.4	2.5
Chile	2.3	1.6	1.5	2.8	2.9	2.9
Colombia	3.1	2.0	1.8	2.7	3.1	3.4
México	2.6	2.3	2.2	2.3	2.4	2.5
Perú	3.3	3.9	2.7	3.9	3.8	3.8
Venezuela	-6.2	-18.0	-8.3	-3.2	-0.9	1.0

Latam: el calendario político también es relevante

- Elecciones en Argentina y Chile son clave y al mismo tiempo, sensibles, para el futuro de las economías y reformas
- ¿Y Colombia?

Evento	Fecha
Argentina: elecciones primarias legislativas	13 de Agosto 2017
Argentina: elecciones legislativas	22 de Octubre 2017
Chile: elecciones presidenciales (1ra vuelta)	19 de Noviembre 2017
Chile: elecciones presidenciales (2da vuelta)	17 de Diciembre 2017
Colombia: elecciones presidenciales (1ra vuelta)	27 de Mayo 2018
Colombia: elecciones presidenciales (2da vuelta)	17 de Junio 2018
México: elecciones presidenciales	1 de Julio 2018
Brasil: elecciones presidenciales (1ra vuelta)	7 de Octubre 2018
Perú: elecciones regionales y municipales	7 de Octubre 2018
Brasil: elecciones presidenciales (2da vuelta)	28 de Octubre 2018

Proyecciones de tipo de cambio: en línea con nuestras expectativas, el dólar tendería a perder terreno, particularmente frente a otras monedas duras

	Proyecciones de tipo de cambio				
	Actual	2017	2018	2019	2020
Dólar (DXY)	93.6	93.1	91.4	92.1	91.8
Euro (EURUSD)	1.17	1.18	1.21	1.25	1.23
Libra (GBPUSD)	1.33	1.31	1.32	1.37	1.40
Yen (USDJPY)	113	112	112	111	108
Renminbi (USDCNY)	6.65	6.65	6.72	6.50	6.70
Peso Argentino	17.40	18.08	20.15	21.27	22.26
Real Brasileño	3.15	3.23	3.36	3.44	3.50
Peso Chileno	639	655	654	653	651
Peso Colombiano	2950	3015	3010	3011	3016
Peso Mexicano	18.24	18.25	18.29	18.02	17.67
Sol Peruano	3.27	3.31	3.34	3.39	3.44

Fuente: Bloomberg para países desarrollados; Latinfocus para Latam

Colombia

Lo peor debe estar quedando atrás en cuanto los desequilibrios continúan corrigiendo.

¿Las elecciones generan riesgos?

Los desbalances continúan corrigiéndose luego del choque externo más fuerte en más de 80 años

- Creemos que la resistencia de la economía al choque externo ha sido notable, particularmente si se considera la fuerte caída en el ingreso nacional desde 2014.
- La fuerte corrección del déficit en cuenta corriente (desde 7.5% del PIB en 3T15 a 4.1% actualmente) y de la inflación (desde el máximo de 18 años de 8.97% en jul-16 a 3.9%), así como la aprobación de la reforma tributaria, estarían fijando las condiciones para la recuperación de la economía.

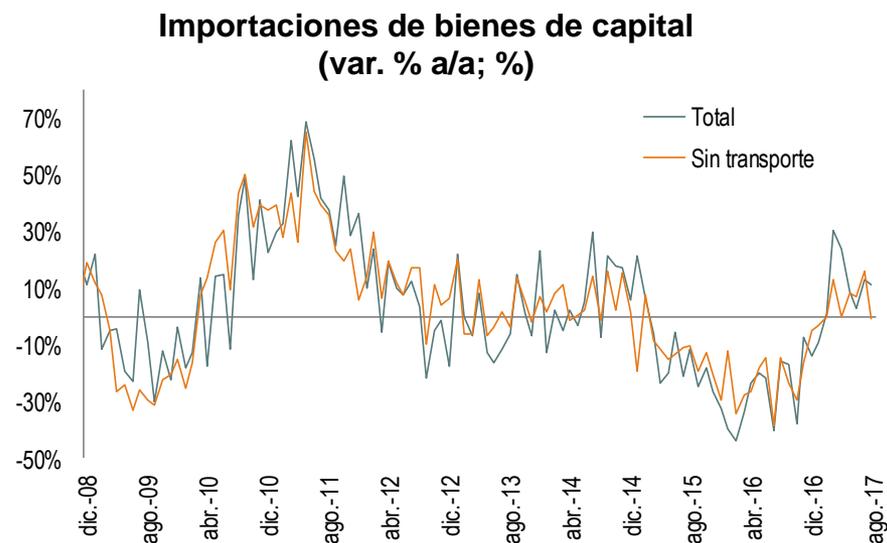
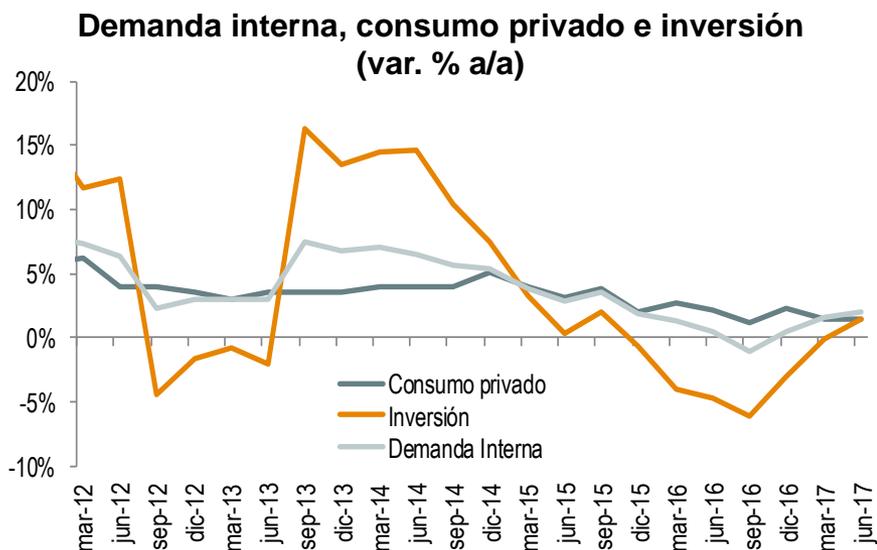
**Exportaciones en tres períodos críticos de la historia
(Dólares y variación anual, %)**

Guerra de los mil días 1898-1902		Gran Depresión 1928-1932		Periodo Reciente 2012-2016	
Millones de USD	Variación %	Millones de USD	Variación %	Miles de Millones de USD	Variación %
16.8	-45.0	130.0	-49.8	60.1	-48.3
9.3		65.1		31.1	

Fuente: *Tendencia Económica*, Fedesarrollo, No. 174

Como se esperaba, el crecimiento del PIB fue débil en 1S17. Sin embargo, algunas señales positivas se observaron en la demanda interna

- El PIB creció 1.2% a/a en 1S17. Si bien permaneció débil, la demanda interna se aceleró desde -0.3% en 2S16 a 1.7%. La mejora estuvo liderada por el gasto público, que pasó de crecer 0.3% en 2S16 a 3.4%, mientras que la inversión no cayó por primera vez desde 3T15 (+0.7%).
- Por el contrario, el consumo privado se desaceleró a 1.5% (1S16: 2.4%) dado el efecto del IVA.
- En todo caso, el consumo y la inversión han superado nuestras expectativas en medio del aumento del IVA y una reducción importante de los índices de confianza durante la primera parte del año.

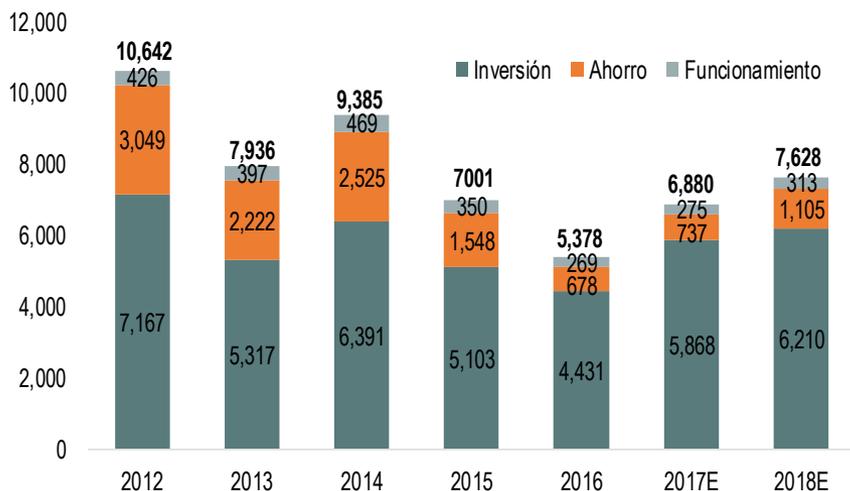


Fuente: DANE, BanRep, Credicorp Capital

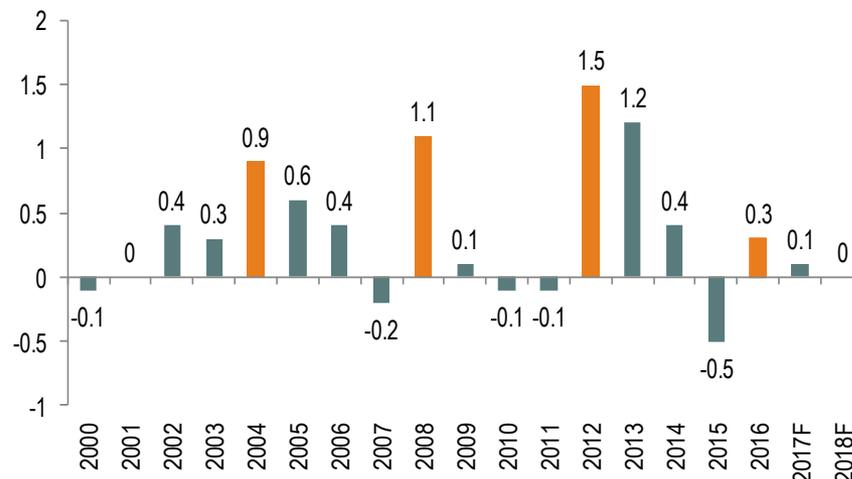
El ciclo político jugará un papel relevante para la recuperación de la actividad en los próximos meses

- Un año pre-electoral se caracteriza por un impulso al gasto público.
- Una mayor ejecución de los gobiernos regionales se suele observar en su segundo año de mandato. Estos tendrían recursos disponibles por ~1% del PIB. Además, las regalías se incrementarían en un 25% este año.
- El incremento en ingresos por la reforma tributaria (0.7% del PIB) junto con otras fuentes permitieron al gobierno realizar una adición presupuestal de 0.9% del PIB para 2017.

**Sistema de Regalías
(miles de millones COP)**



**Balance fiscal de los gobiernos regionales y locales
(var. % a/a)**

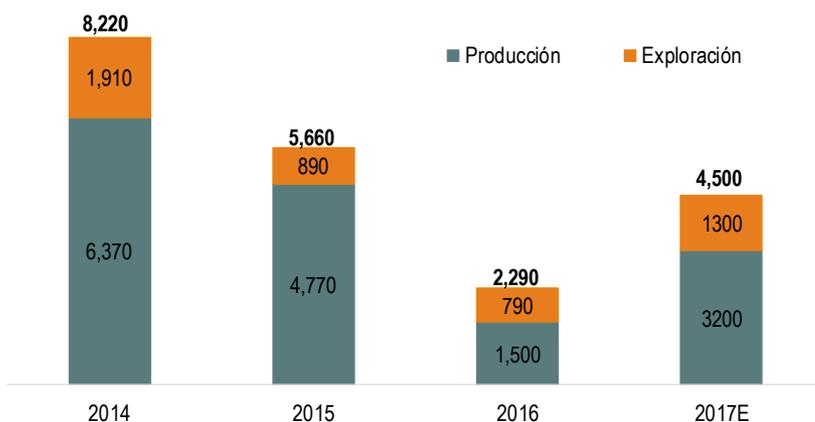


Fuente: BanRep, DANE

Otros factores también deberían contribuir a la recuperación de la actividad...

- La inversión petrolera en E&P se recuperaría en los próximos meses de acuerdo con cifras del sector (la IED ha subido 16% este año).
- Así mismo, los programas de vivienda del gobierno soportarían la inversión (e.g. la construcción de casas gratis y el subsidio a tasas de interés).
- A su vez, se planea gastar ~0.1% del PIB este año en colegios (7,000 aulas), lo que contribuirá al desempeño inmobiliario no residencial. El programa se seguiría ejecutando en 2018.

Inversión petrolera (USD millones)



**Programa de viviendas
(unidades a ser entregadas en 2017)**

Vivienda gratuita	12,500
Mi Casa Ya	30,557
Subsidio a la tasa VIS y VIP	33,500
Subsidio a la tasa vivienda media	25,000
Total	101,557

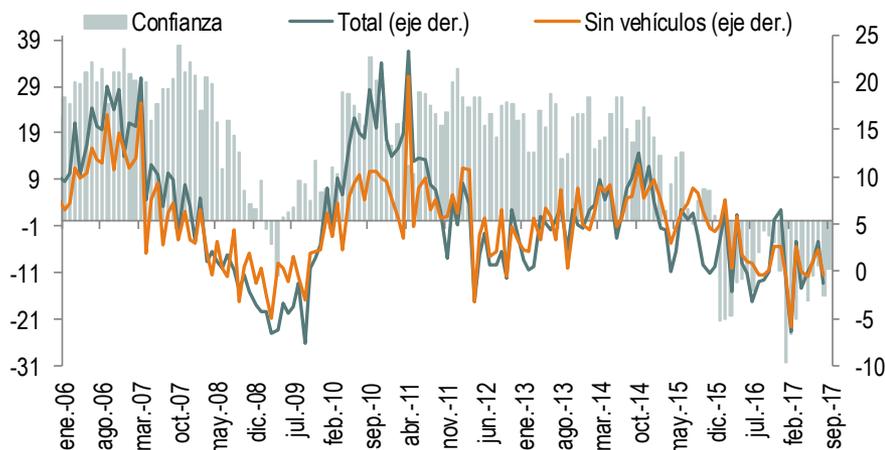
Fuente: MHCP basado en ACP, Credicorp Capital

Fuente: MinHacienda, Credicorp Capital

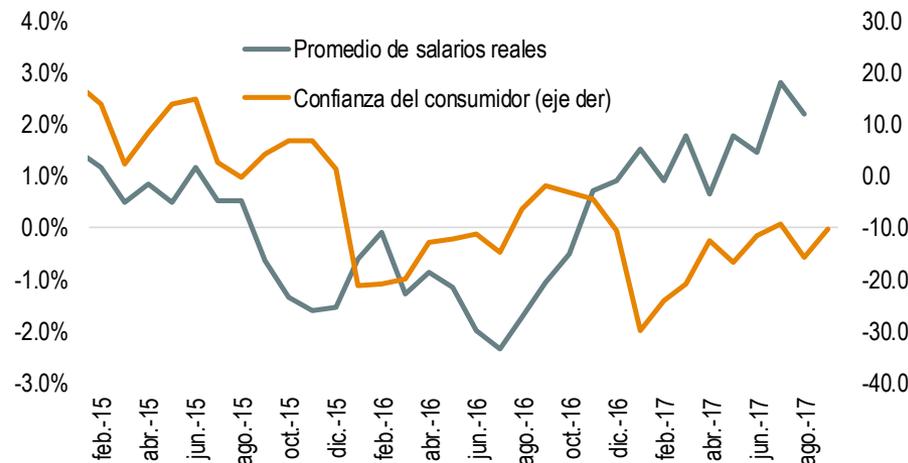
...incluyendo un contexto más favorable para el consumo privado

- El consumo debe recuperarse adelante en medio de mejora de sus fundamentales:
 - ✓ Efecto de IVA está cediendo
 - ✓ Incremento del ingreso disponible en medio de la fuerte tendencia de desinflación
 - ✓ Menores tasas de interés
 - ✓ El mercado laboral sigue sólido y se podría beneficiar por los menores impuestos corporativos.
- Esperamos que el consumo privado se expanda 1.6% este año (vs. 2.1% en 2016 (2018: 2.7%).
Riesgos al alza para 2017.

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



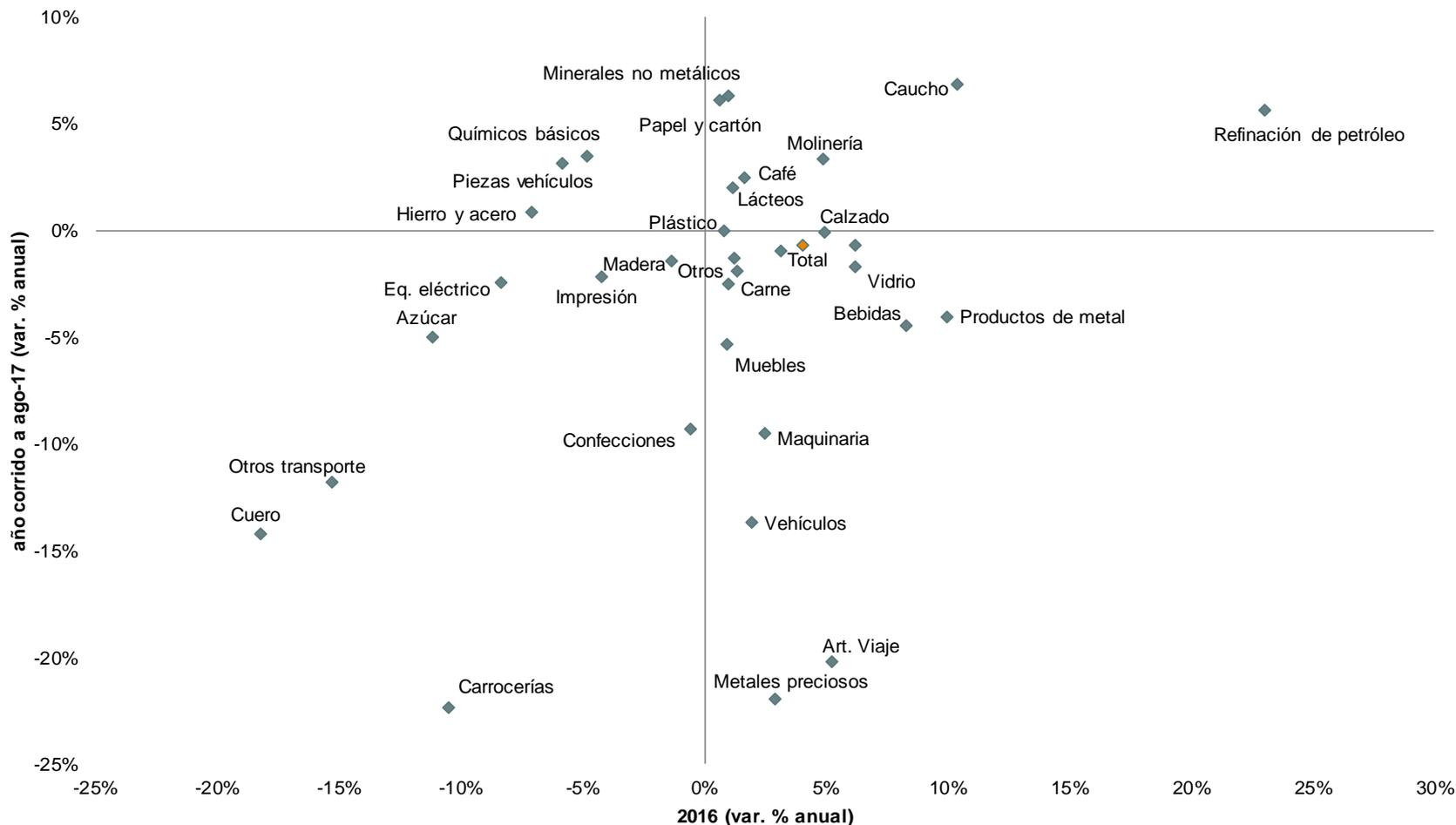
Salarios reales y confianza del consumidor (var. % a/a, %)



Fuente: DANE, Fedesarrollo, Credicorp Capital

La industria se recuperaría gradualmente por FX y mejora esperada de socios comerciales

Crecimiento anual de la producción industrial según subsectores (%)



Fuente: DANE, Credicorp Capital

Seguimos pronosticando una contribución al PIB de los proyectos 4G de ~0.4pp en 2017/18. Dicho esto, esperamos menor ritmo en ejecución y desembolsos

- Proyectamos que las carreteras 4G contribuirán ~0.4pp al crecimiento de 2017 y 2018 ante la ejecución de las obras que ya cuentan con cierre financiero efectivo.
- La solución del problema de Ruta del Sol II será clave para los proyectos que aún no cuentan con su cierre financiero (un preacuerdo ya ha sido alcanzado).
- Seguimos constructivos sobre el programa 4G en medio de un marco institucional sólido, nuevas herramientas para facilitar la entrada de jugadores y el hecho de que Odebrecht no está presente.
- En todo caso, retrasos adicionales y sobrecostos no pueden descartarse.

Hitos del programa de concesiones viales 4G

	#	Capex (USD mil MM)
Total de proyectos adjudicados	32	12.8
Primera ola	9	3.6
Segunda ola	9	4.0
Proyectos de iniciativa privada	12	4.5
Tercera ola	2	0.7
Proyectos que han logrado cierre financiero	21	8.2
Primera ola	9	3.6
Segunda ola	8	3.9
Proyectos de iniciativa privada	4	0.7
Total de proyectos	32	12.8

Progreso de la primera ola del programa 4G

Concesión	Estado	Compañía	Progreso
Puerto Salgar - Girardot	Construcción	Mario Huertas	30.5%
Perimetral Oriente	Construcción	Shikun & Binui	10.3%
Pacifico 1	Construcción	Corficol	NA
Pacifico 2	Construcción	Odinsa	16.4%
Pacifico 3	Construcción	Mario Huertas	13.5%
Cartagena - Barranquilla	Construcción	Mario Huertas	27.0%
Autopista Conexión Norte	Construcción	KMA	1.2%
Autopista Rio Magdalena 2	Construcción	OHL	1.6%
Mulalo - Loboguerrero	Pre-construcción	Corficol	NA

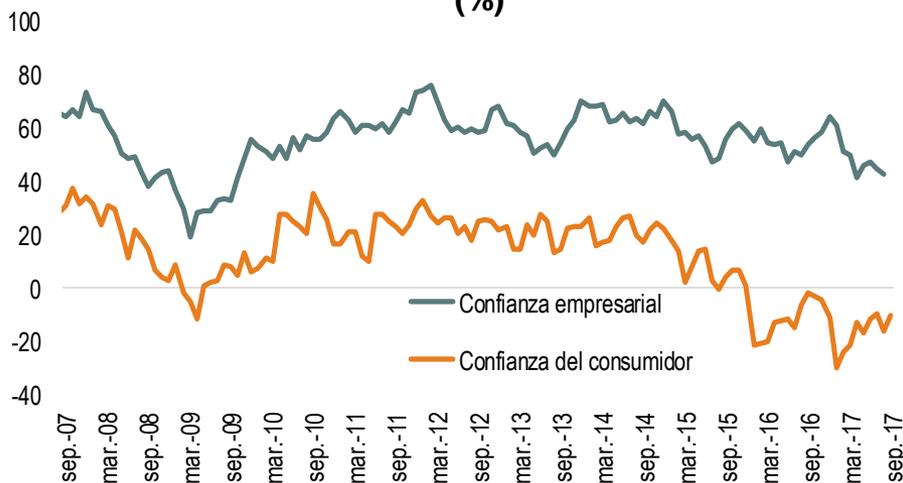
Fuente: ANI, Credicorp Capital

Source: ANI, Credicorp Capital

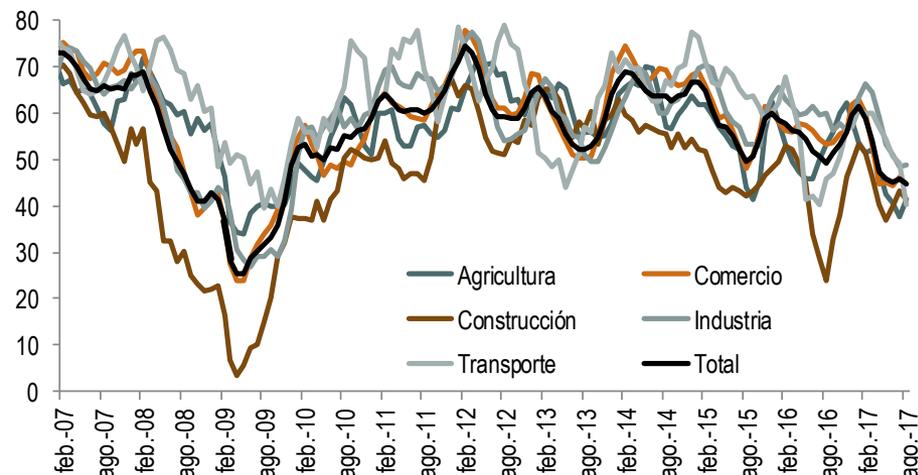
Esperamos un crecimiento de 1.9% este año y 2.5% en 2018. Recorte de impuestos jugará un papel el próximo año... ¿y elecciones?

- En general, se han dado señales tempranas de recuperación: inversión pública, importaciones de bienes de capital, exportaciones y confianza del consumidor.
- Para 2018, es de esperar un efecto positivo de menores impuestos corporativos y la eliminación de aranceles para ~3,400 insumos y bienes de capital no producidos localmente.
- Dicho eso, la confianza empresarial es un riesgo. Las menores ventas de 1S17 vs las esperadas así como la polarización política estarían jugando un papel.

Confianza empresarial y del consumidor (%)



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

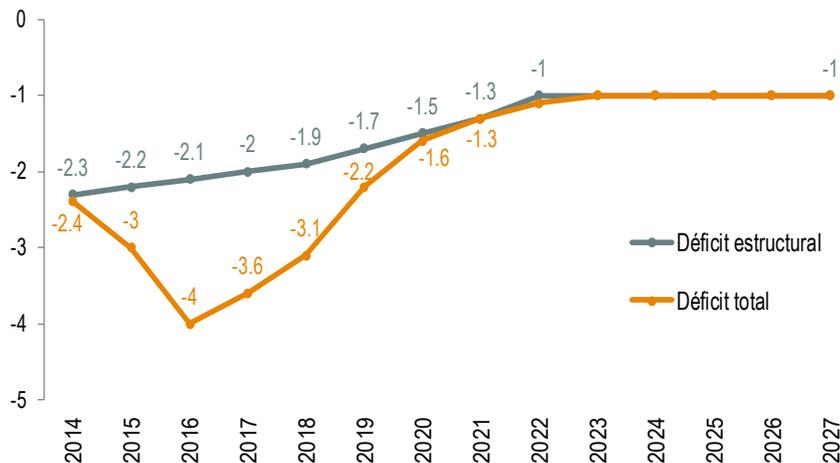


Fuente: BanRep, Fedesarrollo, Credicorp Capital

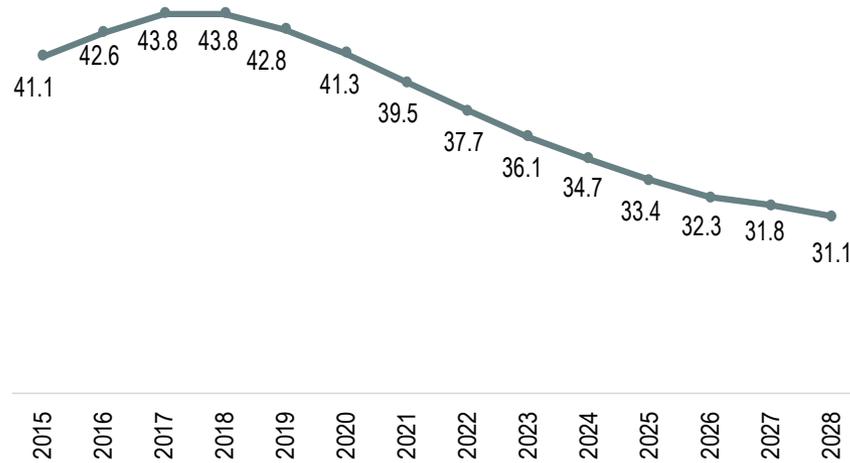
La reforma tributaria permitiría el cumplimiento de las metas fiscales de 2017-2018...

- Esperamos que las calificadoras den el beneficio de la duda en los próximos meses en cuanto consideramos que el ajuste de la economía permanece ordenado mientras que, de ser alcanzada, la reducción planeada del déficit en 0.9% del PIB en 2017-2018 fortalecería este proceso.
- Adicionalmente, cabe recordar que la reforma tributaria creó una Comisión de expertos que proveerá propuestas en dic-17 para mejorar y hacer más eficiente el gasto público, lo que sería un factor clave para el cumplimiento de la regla fiscal después de 2018.

**Déficit estructural y efectivo del GNC
(% del PIB)**



**Deuda neta del GNC
(% del PIB)**

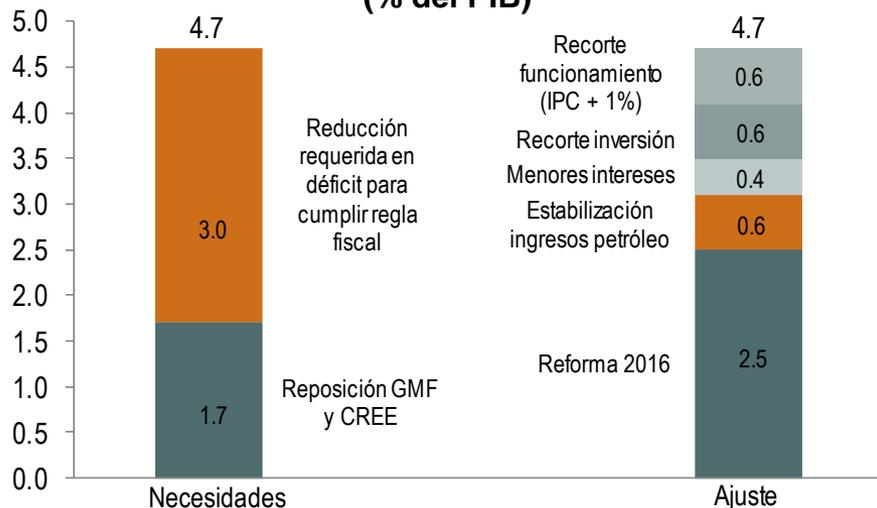


Fuente: Ministerio de Hacienda, Credicorp Capital

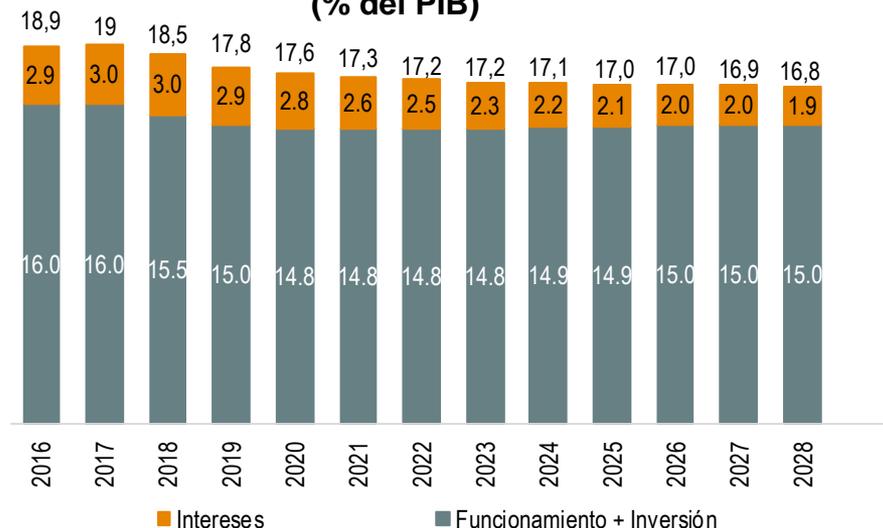
...aunque los retos siguen siendo importantes ya que se requieren esfuerzos adicionales por el lado del gasto

- Los desafíos seguirán siendo altos en los próximos años ante un lento crecimiento económico y, la necesidad de esfuerzos adicionales por el lado del gasto (0.8% del PIB en 2019-22).
- De hecho, los supuestos macro incluidos en el MFMP 2017 lucen optimistas, particularmente aquellos relacionados con el crecimiento del PIB y precios del petróleo.
- No descartamos una senda de reducción del déficit fiscal más gradual después de 2018, ya que las proyecciones fiscales actuales requieren una reducción exigente del déficit del GNC.

Necesidades y ajuste fiscal 2016 - 2022
(% del PIB)



Composición del gasto del GNC
(% del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda, Credicorp Capital

El déficit en cuenta corriente ha corregido significativamente con las exportaciones ganando tracción

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
PIB nominal (USD MM)	380,040	378,375	290,659	282,740	312,763	338,309
Cuenta Corriente	-12,367	-19,460	-18,781	-12,541	-11,403	-11,272
% del PIB	-3.2%	-5.1%	-6.4%	-4.4%	-3.6%	-3.3%
Bienes y servicios	-2,745	-11,300	-18,506	-13,281	-12,172	-12,148
Bienes	3,180	-4,640	-13,970	-10,261	-9,254	-9,170
Exportaciones	60,281	56,899	38,080	32,965	35,701	37,807
var. %		-5.6%	-33.1%	-13.4%	8.3%	5.9%
Importaciones	57,101	61,539	52,050	43,226	44,955	46,978
var. %		7.8%	-15.4%	-17.0%	4.0%	4.5%
Servicios	-5,925	-6,660	-4,536	-3,020	-2,918	-2,977
Exportaciones	6,859	6,900	7,407	7,796	8,341	8,800
var. %		0.6%	7.4%	5.2%	7.0%	5.5%
Importaciones	12,784	13,560	11,943	10,816	11,259	11,777
var. %		6.1%	-11.9%	-9.4%	4.1%	4.6%
Renta Factorial	-14,216	-12,634	-5,526	-4,910	-5,351	-5,673
var. %		-11.1%	-56.3%	-11.2%	9.0%	6.0%
Transferencias	4,594	4,475	5,251	5,650	6,120	6,548
var. %		-2.6%	17.3%	7.6%	8.3%	7.0%
Cuenta de Capital	11,845	19,836	18,293	12,764	11,470	11,296
Inversión Directa	8,557	12,426	7,514	9,076	6,470	6,896
Ingresos	16,209	16,325	11,732	13,593	9,970	10,596
Egresos	7,652	3,899	4,218	4,516	3,500	3,700
Inversión de Portafolio	6,978	11,654	9,333	3,693	1,900	2,300
Ingresos	11,073	18,661	9,808	8,907	5,400	5,000
Egresos	4,096	7,007	475	5,213	3,500	2,700
Créditos y deuda	-3,225	461	2,041	-640	3,100	2,100
Cambio en activos de reserva	6,946	4,437	415	165	67	24

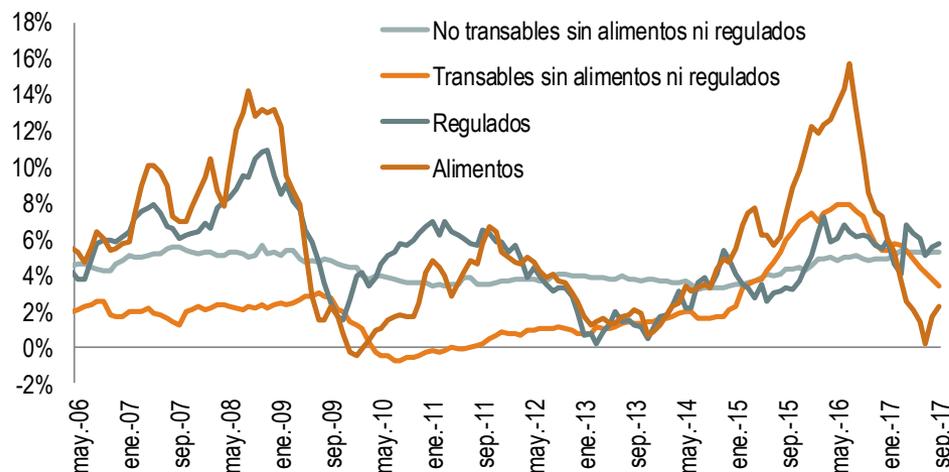
Fuente: Credicorp Capital

- El déficit en cuenta corriente ha continuado con su proceso de ajuste este año, alcanzando 4.1% del PIB en 1S17, 0.5pp por debajo de lo observado en el mismo periodo del año pasado.
- Vale la pena destacar que la composición del ajuste ha cambiado recientemente. Así, la reducción en el déficit en lo corrido del año ha sido explicada principalmente por una recuperación de las exportaciones (+13% a/a en 1S17), que ha sido mayor al rebote observado de las importaciones (+6% a/a).
- Cabe mencionar que las exportaciones no tradicionales se han incrementado un 13% en lo corrido del año (agropecuarias sin café: 10% a/a).

La expectativa de una fuerte reversión de la inflación se ha materializado. Esperamos 4% en dic-17 y 2.9% para 2018

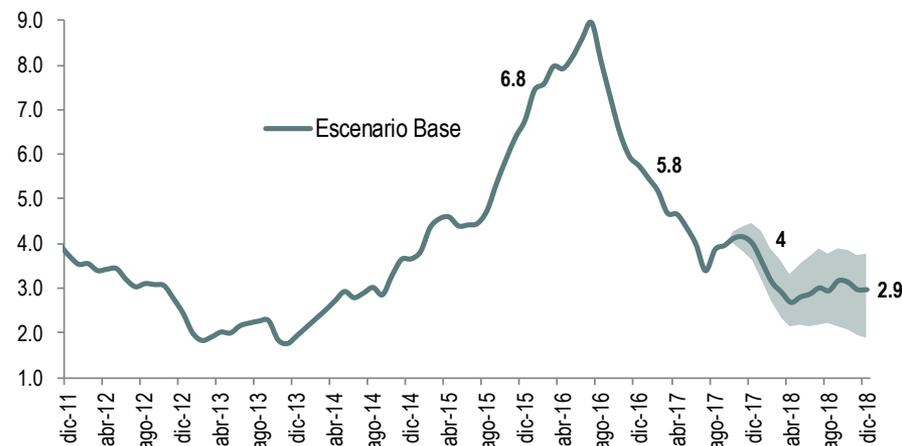
- La inflación ha registrado una fuerte caída de 500pb en los últimos 14 meses a 3.97% tras alcanzar un máximo de 16 años en jul-16 (8.97%).
- Esto ha sido explicado por la reversión del efecto de El Niño y un menor *pass-through*.
- El promedio de las medidas básicas que monitorea el BanRep ha caído desde un máximo de 12 años de 6.6% observado en ago-16 a 4.6% actualmente.
- La inflación debería ubicarse temporalmente por encima del rango meta a partir de oct-17. Sin embargo, esperamos que se retome una tendencia bajista en 1T18 en medio de menor indexación.

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



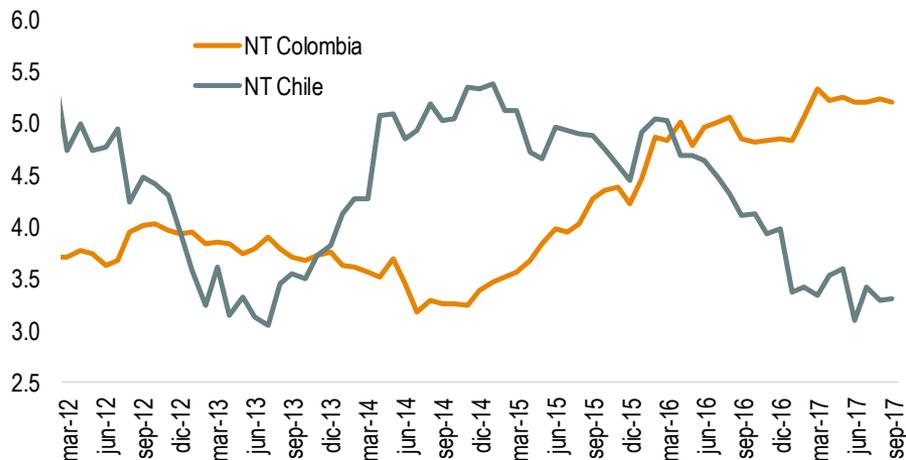
Fuente: DANE, BanRep, Credicorp Capital

Pronósticos de inflación Credicorp Capital (variación %)

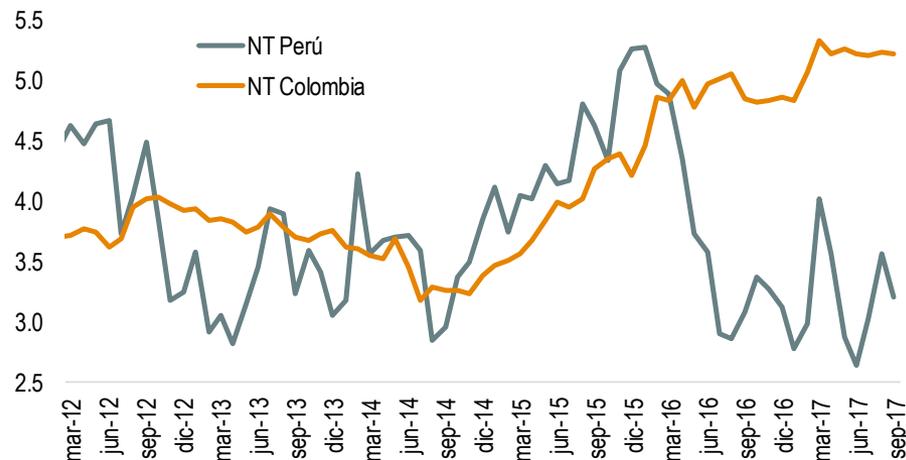


Inflación núcleo en la región andina

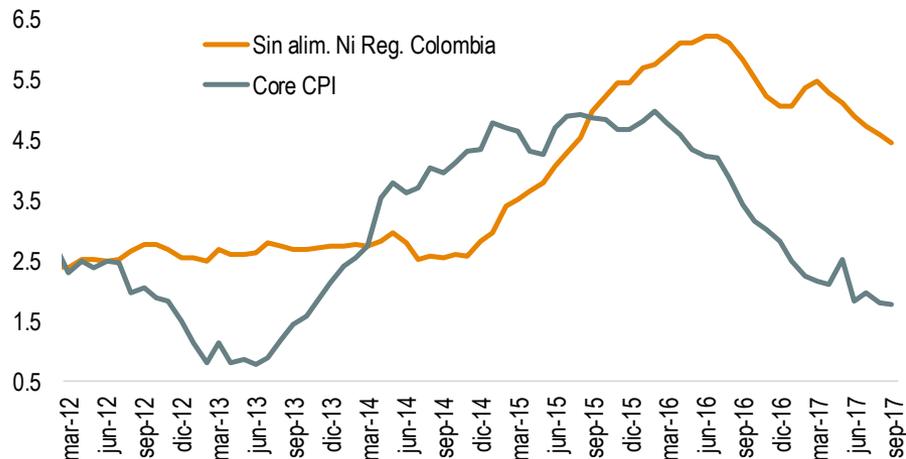
Inflación de no transables Chile vs. Colombia (var. % a/a)



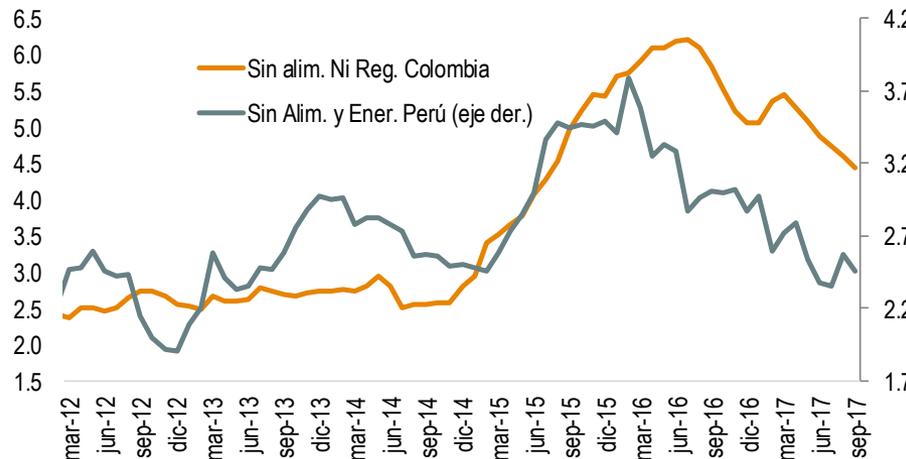
Inflación de no transables Perú vs. Colombia (var. % a/a)



Inflación núcleo Chile vs. Colombia (var. % a/a)



Inflación núcleo Perú vs. Colombia (var. % a/a)

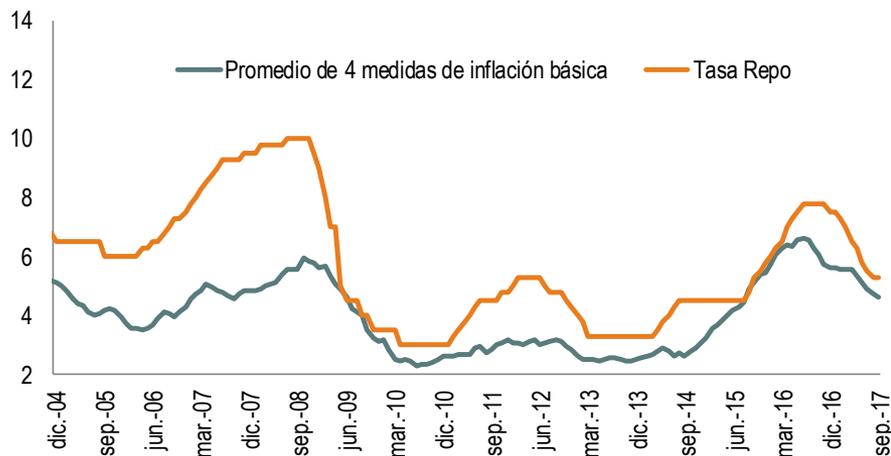


Fuente: BCCh, BCRP, BanRep, Credicorp Capital

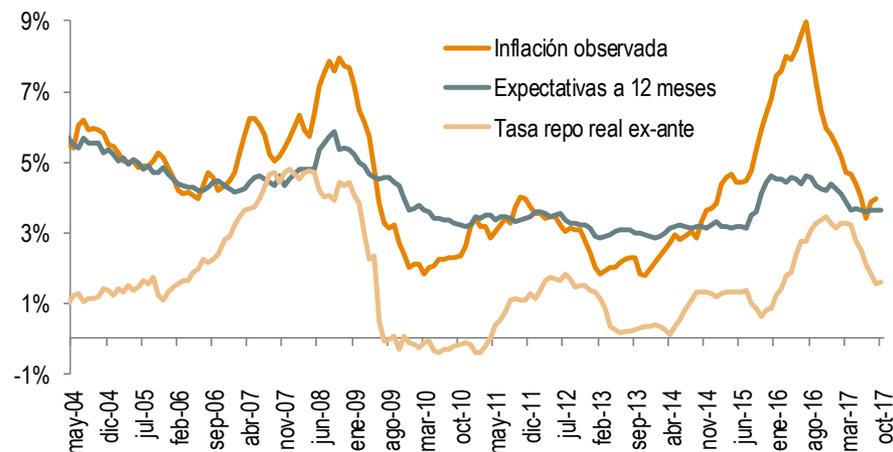
Esperamos que el ciclo bajista se reanude en 1T18 (¿o antes?)

- Esperamos que la tasa repo se mantenga 5.25% en lo que resta del año y alcance un nivel de 4.50% en 2018 como resultado de:
 - ✓ La reanudación de la tendencia bajista de la inflación en 1T18 luego de la aceleración esperada en 2S17; las expectativas deberían seguir ajustándose a la baja en 2018.
 - ✓ Un comportamiento mejor al esperado del déficit en cuenta corriente
 - ✓ Una tasa repo *real ex-ante* que ya estaría en terreno neutral (~1.6%); ahora el debate se centrará en la posibilidad de adoptar una postura expansionista.
 - ✓ Una creciente brecha del producto y menor indexación, que contribuirían con presiones bajistas relevantes sobre las medidas básicas de inflación en 2018

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



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

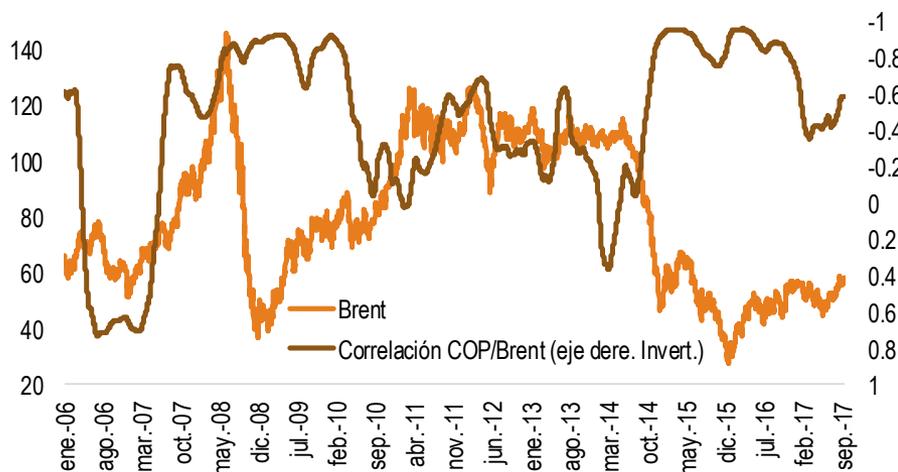


Fuente: DANE, BanRep, Credicorp Capital

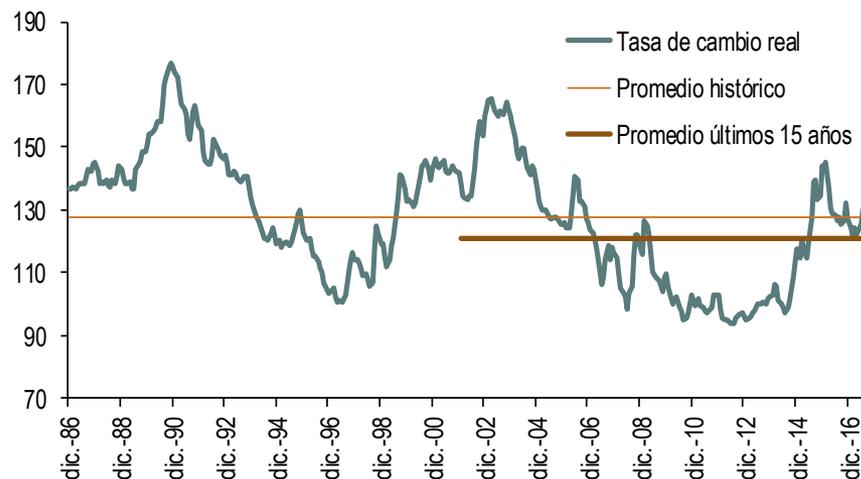
Esperamos un COP fluctuando alrededor de 2,900-2,950 en 2017-2018

- Nuestras expectativas se basan en:
 - ✓ Una mejora adicional del déficit en cuenta corriente
 - ✓ Continuidad en la recuperación gradual de los precios del petróleo (aunque con riesgos)
 - ✓ Flujos crecientes de IED y portafolio al sector de infraestructura
 - ✓ Mayores monetizaciones del gobierno
- Sin embargo, los riesgos siguen siendo altos. La aversión al riesgo puede afectar fuertemente al COP en medio de unas cuentas externas y fiscales que permanecen débiles.

Correlación entre el petróleo y el COP



Tasa de cambio real (1994=100)

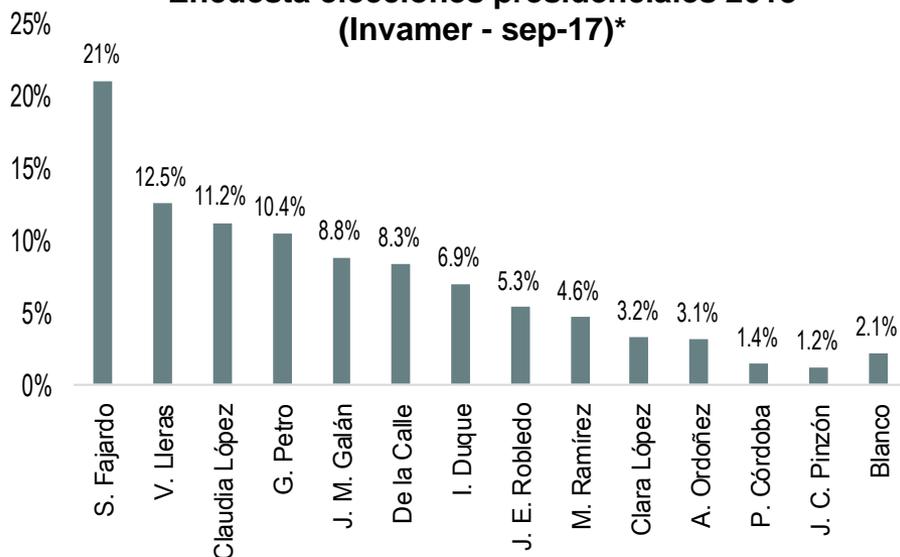


Fuente: Bloomberg, BanRep, Credicorp Capital

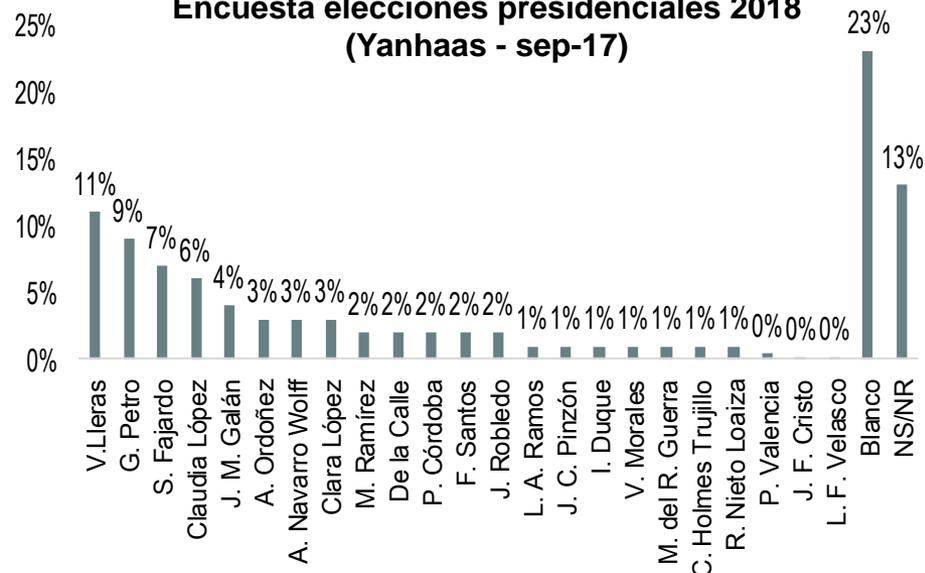
Elecciones 2018: muy temprano aún. Las encuestas generan ruido y, bajo la actual polarización, eso implica un riesgo para la actividad

- Debe tenerse en cuenta que:
 - ✓ Las encuestas preguntan por pre-candidatos – hasta 23 (muchos de ellos del mismo partido)
 - ✓ El candidato del Centro Democrático no está definido
 - ✓ Indecisos y voto en blanco representan más del 20%
 - ✓ No se están considerando coaliciones, especialmente para el caso de una segunda vuelta
 - ✓ 57% cree que Colombia puede llegar a la misma situación de Venezuela en un futuro (Invamer)

Encuesta elecciones presidenciales 2018 (Invamer - sep-17)*



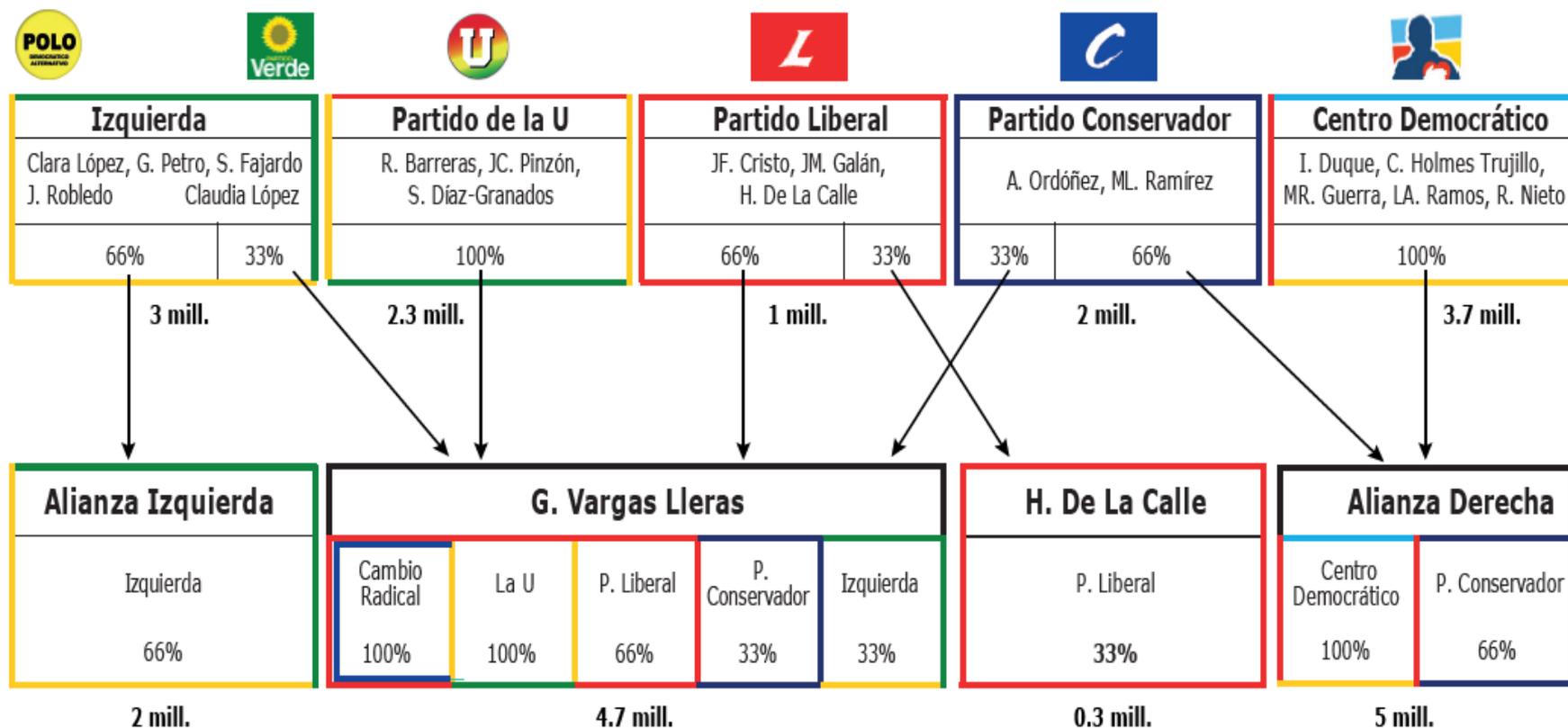
Encuesta elecciones presidenciales 2018 (Yanhaas - sep-17)



* Esta encuesta no considera a los indecisos (8.2%)

Contienda electoral 2018: un análisis probabilístico*

Diagrama 1. Primera Vuelta Presidencial: 4 candidatos posibles (Situación a mayo de 2017)



Colombia: balance de riesgos y factores a monitorear

Positivos

- ✓ Aprobación de la reforma tributaria, preservando el grado de inversión
- ✓ El gasto público aportaría ~1pp al crecimiento en medio de un año pre-electoral y la reforma tributaria
- ✓ Estimamos aporte de obras 4G de ~0.4pp al crecimiento del PIB en 2017 y 2018
- ✓ El consumo privado debe recuperarse en medio de la fuerte desinflación
- ✓ Crecimiento de exportaciones no tradicionales y mayor inversión en petróleo
- ✓ La cuenta corriente ha corregido más rápido que lo esperado
- ✓ Fuerte ciclo bajista por parte del BanRep



Negativos

- Efectos sobre el programa de 4G tras escándalo de Odebrecht
- La confianza empresarial se ha deteriorado recientemente en medio de menores ventas
- Menor capacidad del gobierno para estimular la actividad en los próximos años
- Se mantienen riesgos de un *downgrade* a la espera de recorte adicional de gasto (baja en calificación no es nuestro escenario base en los próximos 6-8 meses)
- Fuerte polarización política

Factores a monitorear

- Avance de cierres financieros del programa 4G
- Implementación del acuerdo de paz y la reforma tributaria
- Desarrollos políticos alrededor de las elecciones

Mercado de Renta Fija Local

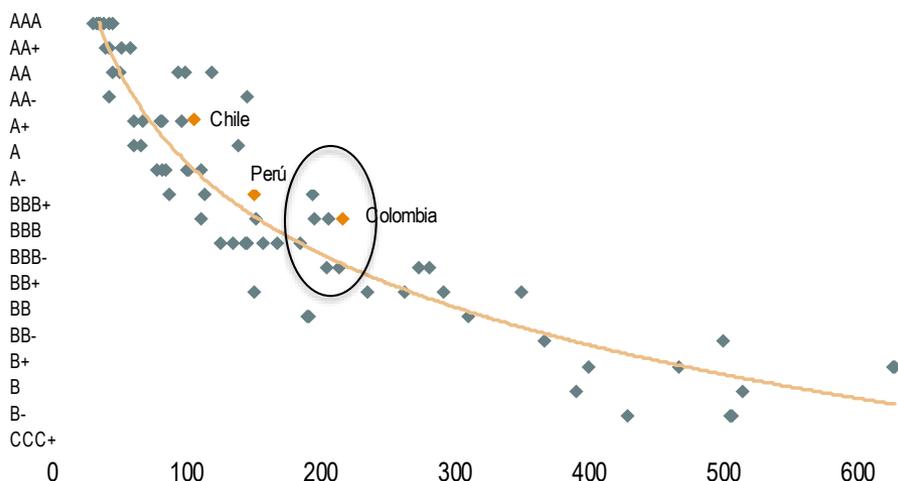
Los TES se desligaron de manera parcial del desempeño de la deuda pública global, en medio de una importante demanda por parte de instituciones oficiales

¿Ya está descontado un potencial recorte de la calificación?

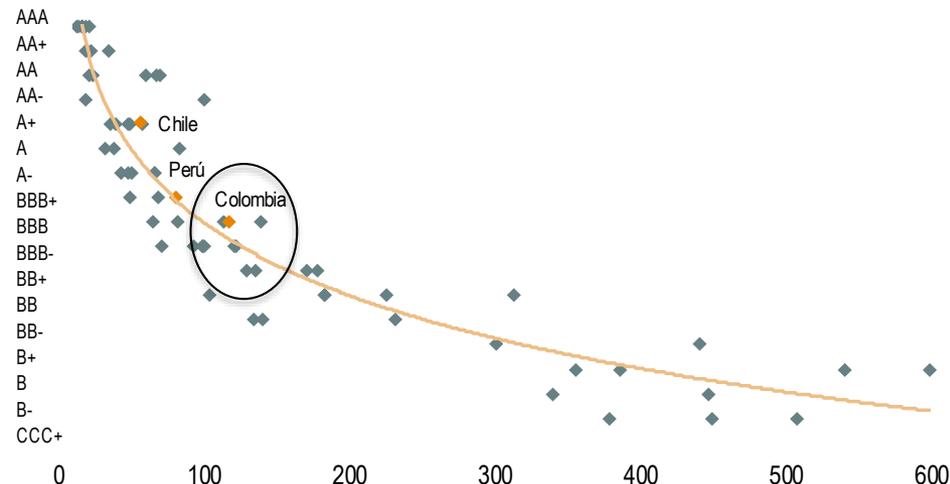
En el mercado de TES la respuesta es: aparentemente si

- ✓ Si se toman como referencia los CDS a 10 años de un universo de 72 países, el mercado **estaría descontando incluso la pérdida del grado de inversión** (calificación BB+).
- ✓ Este mismo ejercicio con los CDS a 5 años indica una calificación implícita de BBB-.

CDS a 10 años vs. calificación soberana



CDS a 5 años vs. calificación soberana

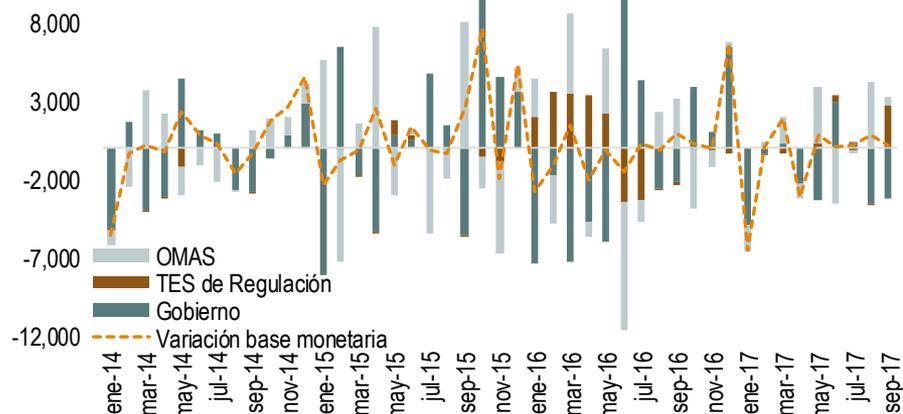


Fuente: Bloomberg, Credicorp Capital

Recomendaciones Renta Fija

- Seguimos viendo como positivo el posicionamiento en la parte media de la curva TES COP (May-22), pues no vemos catalizadores inminentes que puedan generar desvalorizaciones significativas de la deuda pública, lo que se ve respaldado por la continuación del ciclo bajista del BanRep en 1S18. Preferimos este tramo de la curva en contraste con la parte larga en dada la incertidumbre alrededor de la reforma tributaria de Trump y el desmante de la hoja de balance de la Fed.
- En el mercado de deuda privada, mantenemos nuestra recomendación de títulos TF a 2 en medio de unos niveles de spreads frente a los TES que siguen siendo atractivos y de un fortalecimiento en su liquidez, mientras que también mantenemos la recomendación en los títulos indexados al IPC con vencimiento en 2 y 4 años, pues estos siguen presentando unos escenarios de rentabilidad bastante atractivos en medio de la continuación en la tendencia alcista de este indicador

Fuentes de variación de la Base Monetaria (COP mil MM)



Fuente: BanRep, Credicorp Capital

Recomendaciones oct-17

Destacados renta fija	Nivel indicativo de compra
Financiero TF AAA a 2 años	6.37%
Financiero IPC AAA a 2 años	2.65%
Financiero IPC AAA a 4 años	2.95%
TES COP May-22	5.95%

Proyecciones económicas

Colombia

Rating (outlook): BBB (n) / Baa2 (s) / BBB (s)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
Actividad económica									
PIB corriente (USD MM)	287,121	335,410	369,385	380,169	378,624	291,592	282,844	312,763	338,309
PIB per cápita (USD)	6,309	7,284	7,930	8,068	7,944	6,049	5,796	6,344	6,780
PIB real (var. %)	4.0	6.6	4.0	4.9	4.4	3.1	2.0	1.9	2.5
Demanda Interna real (var. %)	5.6	8.4	4.7	5.0	6.1	3.0	0.3	2.2	2.7
Consumo real total (var. %)	5.1	5.5	4.8	4.6	4.4	3.6	2.0	2.1	2.7
Consumo privado real (var. %)	5.0	6.0	4.4	3.4	4.3	3.2	2.1	1.6	2.5
Consumo público real (var. %)	5.6	3.6	6.3	9.2	4.7	5.0	1.8	4.3	3.7
Inversión bruta real (var. %)	7.4	18.9	4.3	6.3	11.6	1.2	-4.5	2.6	3.0
Inversión bruta (% del PIB)	24.5	27.4	27.4	27.8	29.7	29.2	27.3	27.5	27.7
Exportaciones reales (var. %)	1.3	11.8	6.0	5.2	-1.5	1.2	-0.9	1.2	3.3
Importaciones reales (var. %)	10.8	21.5	9.1	6.0	7.9	1.4	-6.2	1.7	2.8
Tasa de desempleo (%)	11.1	9.8	9.6	8.4	8.7	8.6	8.7	9.2	9.0
Precios y monetario									
Inflación (fin de año)	3.2	3.7	2.4	1.9	3.5	6.8	5.8	4.0	2.9
Inflación (promedio)	2.3	3.4	3.2	2.0	2.9	5.0	7.5	4.4	3.3
Tasa de referencia (fin de año)	3.00	4.75	4.25	3.25	4.50	5.75	7.50	5.25	4.50
Cuentas fiscales									
Balance Fiscal GNC (% del PIB)	-3.9	-2.8	-2.3	-2.3	-2.4	-3.0	-4.0	-3.6	-3.1
Balance Estructural GNC (% del PIB)	-	-	-2.6	-2.4	-2.3	-2.2	-2.1	-2.0	-1.9
Balance Fiscal SPC (% del PIB)	-3.3	-2.0	0.3	-0.9	-1.4	-3.4	-2.2	-3.0	-2.5
Deuda bruta GNC (% del PIB)	37.1	34.5	32.4	35.0	38.8	43.8	45.0	46.5	46.3
Deuda neta GNC (% del PIB)	35.7	32.7	31.4	32.5	35.6	41.0	42.6	44.3	44.3
Deuda bruta SPNF (% del PIB)	46.3	43.1	40.7	43.1	46.0	50.2	52.0	52.6	51.8
Deuda neta SPNF (% del PIB)	28.3	26.9	24.8	24.7	27.5	33.0	33.6	34.6	33.8
Sector externo									
Balanza comercial (USD MM)	1,559	5,359	4,023	3,180	-4,640	-13,970	-10,261	-9,254	-9,170
Exportaciones	39,713	56,915	60,125	60,281	56,899	38,080	32,965	35,701	37,807
Importaciones	38,154	51,556	56,102	57,101	61,539	52,050	43,226	44,955	46,978
Balanza en cuenta corriente (USD MM)	-8,929	-9,854	-11,834	-12,367	-19,460	-18,781	-12,541	-11,403	-11,272
(Como % del PIB)	-3.1	-2.9	-3.2	-3.2	-5.1	-6.4	-4.4	-3.6	-3.3
IED neta (USD MM)	6,430	14,648	15,039	16,209	16,325	11,732	13,593	9,970	10,596
Reservas Internacionales (USD MM)	28,464	32,303	37,474	43,625	47,328	46,741	46,879	46,946	46,970
Deuda externa total (% del PIB)	22.6	22.5	21.3	24.2	26.8	37.9	42.5	41.5	39.5
Tipo de cambio (fin de período)	1,925	1,938	1,767	1,932	2,377	3,175	3,002	2,900	2,900
Tipo de cambio (promedio)	1,898	1,848	1,797	1,869	2,002	2,760	3,051	2,950	2,900

Información Relevante

Este reporte es propiedad de Credicorp Capital S.A. Corredores de Bolsa 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 distinto 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 de 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

CONTACTOS

ANDEAN RESEARCH TEAM

Heinrich Lessau

Director de Research - Credicorp Capital
hlessau@credicorpcapital.com
 # (562) 24461704

RESEARCH ECONOMÍA

CREDICORP CAPITAL

Daniel Velandia, CFA
 Director Research & Economista Jefe
dvelandia@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400 Ext 1505

Camilo Durán
 Economista Senior
cduran@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400 Ext 1383

Felipe Guzmán
 Economista Senior
fouzman@credicorpcapital.com
 # (562) 2651 9385

Banco de Crédito BCP

Carlos Prieto
 Gerente de Estudios Económicos
carlosprieto@bcp.com.pe
 # (511) 313 2000 Ext.32605

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

Junior Aguilar
 Economista
junioraquilar@bcp.com.pe
 # (511) 313 2000 Ext.33048

Daniela Estrella
 Economista
destrella@bcp.com.pe
 # (511) 313 2000 Ext.37055

Diego Maguiña
 Economista
dmaguina@bcp.com.pe
 # (511) 313 2000 Ext.37015

Luis Ortega
 Economista
luisortega@bcp.com.pe
 # (511) 313 2000 Ext.33107

Luis Iberico
 Economista
luisiberico@bcp.com.pe
 # (511) 313 2000 Ext.37512

RESEARCH RENTA VARIABLE & RENTA FIJA

CHILE

Carolina Ratto Mallie
 Gerente Research Renta Variable
cratto@credicorpcapital.com
 # (562) 2446 1768

Tomás Sanhueza
 Analista Senior: AA&BB, Transporte, Telecom
 & I.T
tsanhueza@credicorpcapital.com
 # (562) 2446 1751

Andrés Cereceda
 Analista Senior: Salud, Fondos de Pensión,
 Papel y Celulosa.
acereceda@credicorpcapital.com
 # (562) 2446 1798

Frederic Cartallier, CFA
 Analista Senior: Utilities
fcartallier@credicorpcapital.com
 # (562) 2651 9332

Felipe Navarro
 Analista
fnavarro@credicorpcapital.com
 # (562) 2450 1688

Ana María Bauzá
 Coordinadora de Research
abauza@credicorpcapital.com
 # (562) 2450 1609

Maria Eugenia Diaz
 Gerente Research Renta Fija
mediaz@credicorpcapital.com
 # (562) 2651 9308

Ignacio Sabelle
 Analista Renta Fija
isabelle@credicorpcapital.com
 # (562) 2651 9368

COLOMBIA

Héctor Collantes
 Gerente Research Renta Variable
hcollantes@credicorpcapital.com
 # (511) 416 3333 Ext 33052

Luis Vicente
 Analista Senior: Utilities & Small-Caps
lvicente@credicorpcapital.com
 # (511) 416 3333 Ext 37854

Raúl F. Jacob
 Analista: Cemento & Construcción
riacob@credicorpcapital.com
 # (511) 416 3333 Ext 36065

Diego Cavero
 Analista Senior Renta Fija
dcavero@credicorpcapital.com
 # (511) 416 3333 Ext 37946

Juan Pablo Brosset
 Analista Renta Fija
jobrosset@credicorpcapital.com
 # (511) 416 3333 Ext 36018

PERÚ

Juan Camilo Dauder
 Gerente Research Renta Variable
jdauder@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400 Ext 4155

Sebastián Gallego
 Asociado: Bancos
sgallego@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400 Ext 1594

Stefanía Mosquera
 Analista Senior: Transporte, TMT & I.T
smosquera@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400 Ext 1025