

Perspectivas Económicas y Oportunidades de Inversión

Entre la política y los fundamentales

Credicorp Capital Macro Research

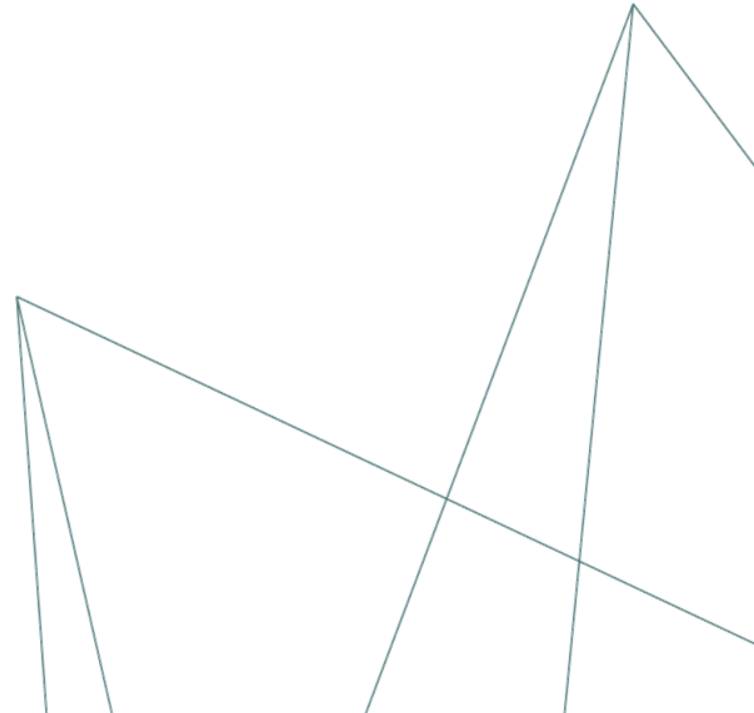
Abril de 2018

Daniel Velandia, CFA

Director – Economista Jefe

(+571) 339 4400 Ext. 1505

dvelandia@credicorpcapital.com



Economía y Mercados Globales

Crecimiento mundial genera optimismo aunque riesgos se mantienen

Este año se espera la mayor expansión de la economía global desde 2011...

	PROYECCIONES DE CRECIMIENTO 2018-2019						
	Observados		Proyecciones abr-18		Cambios frente a proyección ene-2018		
	2016	2017	2018	2019		2018	2019
Mundo	3.2	3.8	3.9	3.9	→	0.0	→ 0.0
Economías desarrolladas	1.7	2.3	2.5	2.2	↑	0.2	→ 0.0
EE.UU.	1.5	2.3	2.9	2.7	↑	0.2	↑ 0.2
Zona Euro	1.8	2.3	2.4	2.0	↑	0.2	→ 0.0
Alemania	1.9	2.5	2.5	2.0	↑	0.2	→ 0.0
Francia	1.2	1.8	2.1	2.0	↑	0.2	↑ 0.1
Italia	0.9	1.5	1.5	1.1	↑	0.1	→ 0.0
España	3.3	3.1	2.8	2.2	↑	0.4	↑ 0.1
Japón	0.9	1.7	1.2	0.9	→	0.0	→ 0.0
UK	1.9	1.8	1.6	1.5	↑	0.1	→ 0.0
Canadá	1.4	3.0	2.1	2.0	↓	-0.2	→ 0.0
Otros desarrollados	2.3	2.7	2.7	2.6	↑	0.1	→ 0.0
Rusia	-0.2	1.5	1.7	1.5	→	0.0	→ 0.0
China	6.7	6.9	6.6	6.4	→	0.0	→ 0.0
India	7.1	6.7	7.4	7.8	→	0.0	→ 0.0
América Latina y Caribe	-0.7	1.3	2.0	2.8	↑	0.1	↑ 0.2
MENA	4.9	2.6	3.4	3.7	↓	-0.2	↑ 0.2
Africa Sub-sahariana	1.4	2.8	3.4	3.7	↑	0.1	↑ 0.2

Fuente: FMI

...con la región registrando una recuperación gradual

- Sin embargo, el PIB potencial es ahora menor en todos los países de la región y reformas estructurales deben llevarse a cabo para elevarlo

	PROYECCIONES DE CRECIMIENTO 2018-2019						
	Observados		Proyecciones abr-18		Cambios frente a proyección ene-2018		
	2016	2017	2018	2019	2018	2019	
América Latina y Caribe	-0.7	1.3	2.0	2.8	↑	0.1	↑ 0.2
Argentina	-2.2	1.9	1.9	3.2	↓	-0.6	↑ 0.4
Brasil	-3.5	1.0	2.3	2.5	↑	0.4	↑ 0.4
Chile	1.6	1.5	3.4	3.3	↑	0.4	↑ 0.1
Colombia	2.0	1.7	2.7	3.3	↓	-0.3	↓ -0.3
México	2.9	2.0	2.3	3.0	→	0.0	→ 0.0
Perú	4.0	2.5	3.7	4.0	↓	-0.3	→ 0.0
Venezuela	-16.5	-14.0	-15.0	-6.0	→	0.0	→ 0.0

Fuente: FMI

Los activos de riesgo han respondido a este mejor entorno de actividad

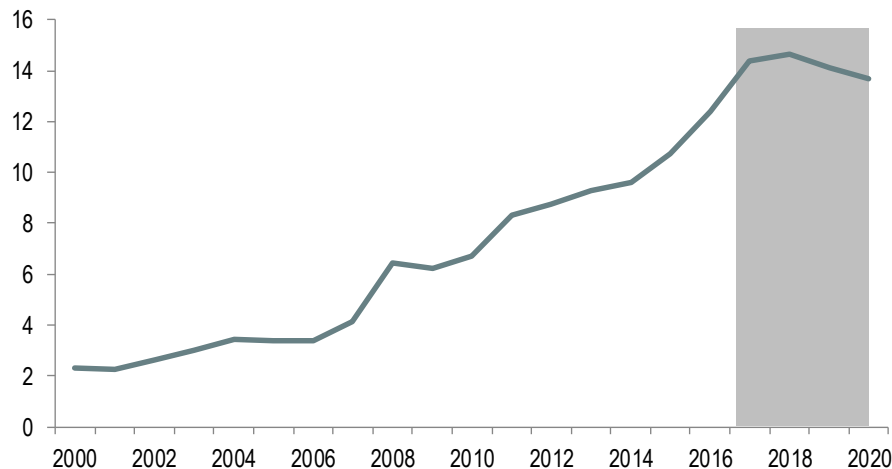
		Spot	2017	Var YTD
MONEDAS	Indice DXY	90.743	-9.87%	-1.50%
	Euro	1.2239	14.15%	1.95%
	Yen	108.6	-3.65%	-3.64%
	Libra	1.3973	9.51%	3.40%
	Indice LACI	62.65	0.67%	-0.21%
	Peso Colombiano	2784.04	-0.54%	-6.76%
	Sol Peruano	3.2308	-3.52%	-0.22%
	Peso Chileno	598.72	-8.20%	-2.72%
	Peso Mexicano	18.8485	-5.15%	-4.15%
	Real Brasileiro	3.4716	1.76%	4.79%
	Peso Argentino	20.2593	17.27%	8.79%
BONOS SOBERANOS	Tesoros 10Y	2.98%	-3.9	57.4
	Bunds 10Y	0.63%	21.9	20.4
	Gilts 10Y	1.54%	-4.9	34.9
	Colombianos 10Y	6.47%	-63.2	-0.8
	Peruanos 10Y	5.11%	-121.0	-6.0
	Chilenos 10Y	4.55%	19.0	0.0
	Mexicanos 10Y	7.57%	22.6	-7.7
	Brasileros 10Y	9.91%	-114.5	-34.5
	Argentinos 10Y	16.44%	-83.3	123.9
CDS's	CDS Colombia	102.03	-36.24%	-2.57%
	CDS Peru	71.93	-33.46%	-0.05%
	CDS Chile	47.53	-41.36%	-2.81%
	CDS México	112.47	-31.94%	6.00%
	CDS Brasil	169.69	-42.33%	4.77%
	CDS Argentina	266.89	-44.62%	14.91%
R.V.	MSCI World	511.67	21.62%	-0.27%
	MSCI DD.MM.	2097.22	20.11%	-0.30%
	MSCI EE.MM.	1158.26	34.35%	-0.02%
COMMODITIES	Oro	1332.21	13.53%	2.26%
	Cobre	3.13	31.73%	-5.06%
	Zinc	3229.0	28.84%	-2.71%
	WTI	67.81	12.47%	12.31%
	Brent	73.99	17.69%	10.69%

Fuente: Bloomberg. Al 24 de abril

En todo caso, los excesos de liquidez y tasas de interés aún bajas para estándares históricos estarían jugando todavía un rol relevante

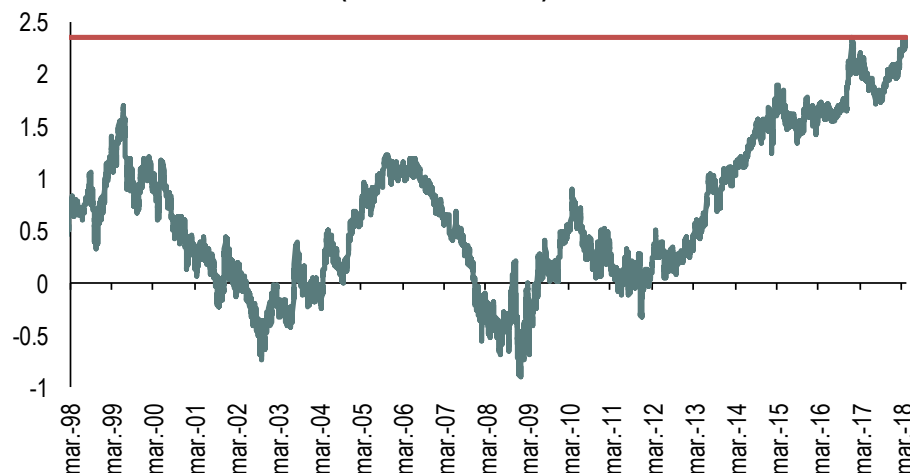
- La pregunta en términos de la liquidez global es: ¿qué resulta más importante, el cambio en el margen o el stock? Los economistas pensamos en el margen. En todo caso, los niveles actuales siguen siendo históricamente altos.
- Cabe recordar que la política monetaria de Europa y Asia juega un papel clave.

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



Fuente: Bloomberg, Fed, JPM

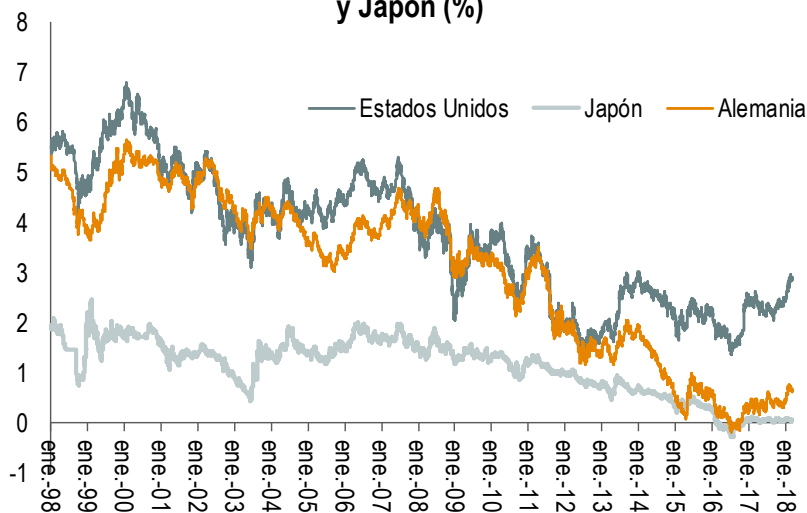
Spread UST10 - bono alemán 10Y
(Puntos básicos)



Así, la política de los principales bancos centrales y en particular, el comportamiento de los bonos del Tesoro, seguirán siendo clave

- Los bonos del Tesoro a 10 años sobrepasarían 3% por primera vez desde 2014.
- Una tasa de 3.5% no se observa desde 2011. El impacto en mercados seguiría dependiendo del manejo de expectativas por parte de los bancos centrales.

Bonos gubernamentales a 10 años de EEUU, Alemania y Japón (%)



Fuente: Bloomberg, Fed, JPM

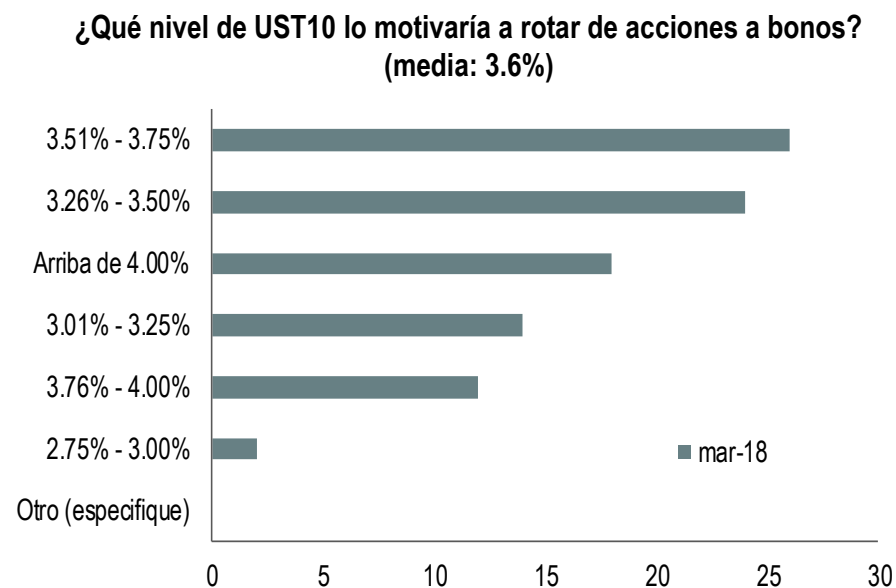
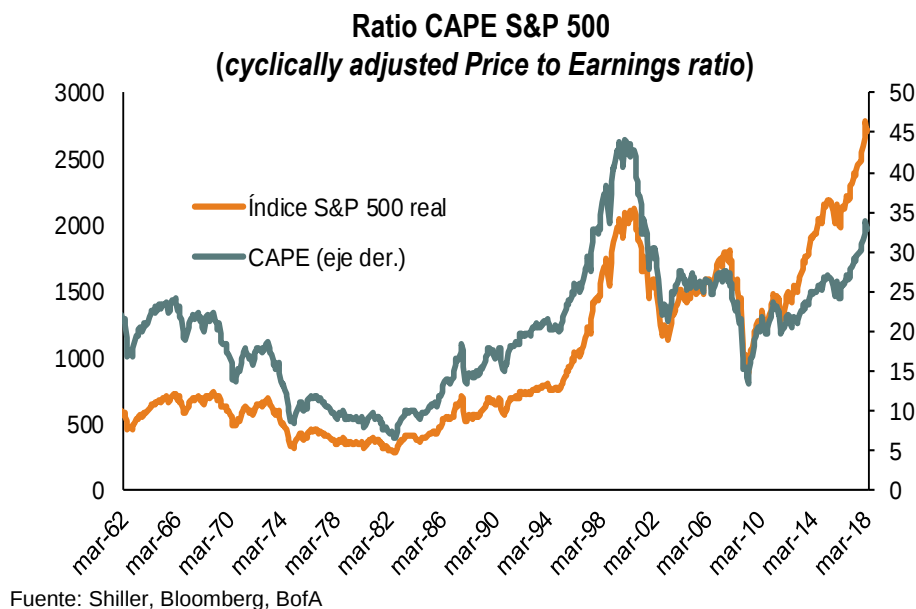
Proyecciones de tasas 2018 y 2019
(%, cierre de período)

Entidad	Tasa Fed 2018	TUS 10Y 2018	TUS 10Y 2019
Goldman Sachs	4 subidas	3.20	3.60
Capital Economics	4 subidas	3.50	N/A
Bank of America	3 subidas	3.25	N/A
Nomura	4 subidas	3.25	2.88
Wells Fargo	4 subidas	3.20	3.47
JPMorgan	4 subidas	3.15	N/A
Standard Chartered	4 subidas	3.10	N/A
Consenso (mediana)	4 subidas	3.15	3.50

*Incrementos totales en 2018

Niveles en precios de activos financieros generan cuestionamientos: el BIS habla de una “exuberancia irracional”

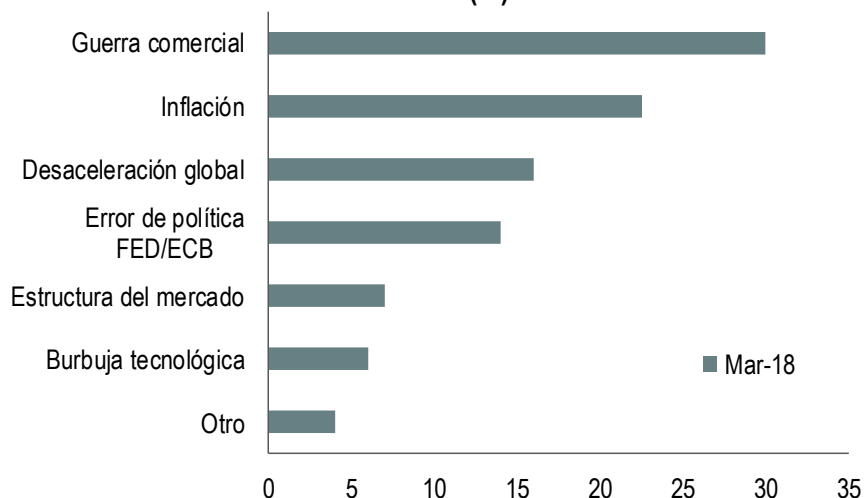
- El BIS habla de una “exuberancia irracional” por una toma de riesgos cada vez mayor que ha causado que inversionistas ignoren crecientes ratios de deuda y riesgos políticos.
- La pregunta es si una corrección de activos DM necesariamente implicaría una caída de EM.



Guerra comercial e inflación son los mayores riesgos percibidos por el mercado actualmente

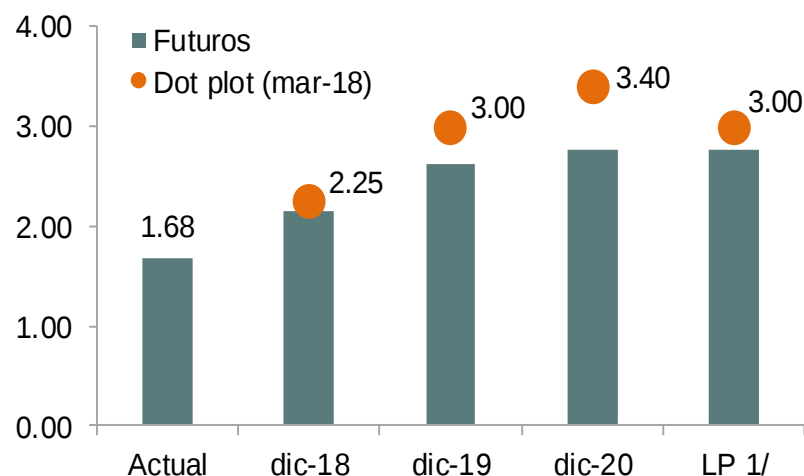
- En general, el mercado teme que las mayores tasas de crecimiento económico impliquen una mayor inflación, un ritmo más acelerado de incrementos de tasas y al final, una desaceleración de la actividad.
- Sin duda alguna, el riesgo de guerra comercial es el más relevante actualmente.

Encuesta de BofA sobre mayores riesgos de cola
“tail risk” (%)



Fuente: Bloomberg, BofA, Fed.

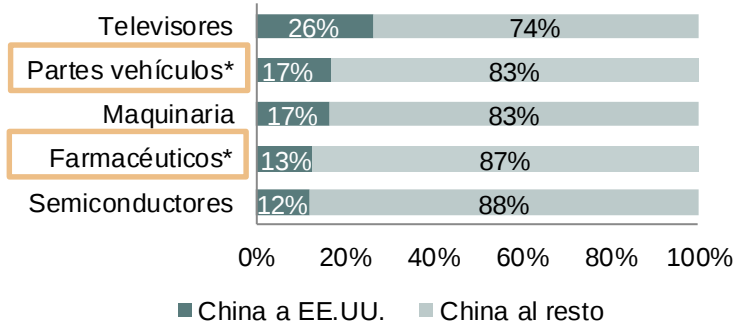
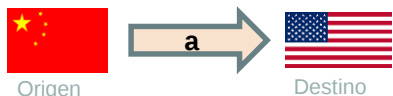
Tasa Fed efectiva según futuros vs miembros Fed
(%)



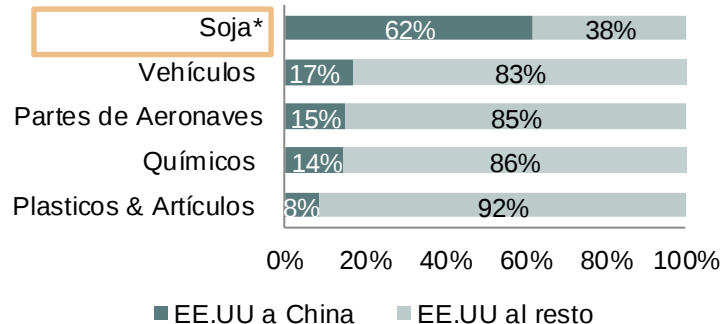
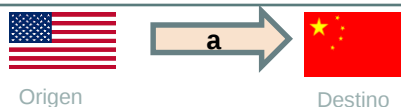
Guerra comercial: en el peor escenario, China podría devaluar el CYN, vender UST, bloquear servicios o limitar importaciones de petróleo

Lista EE.UU.

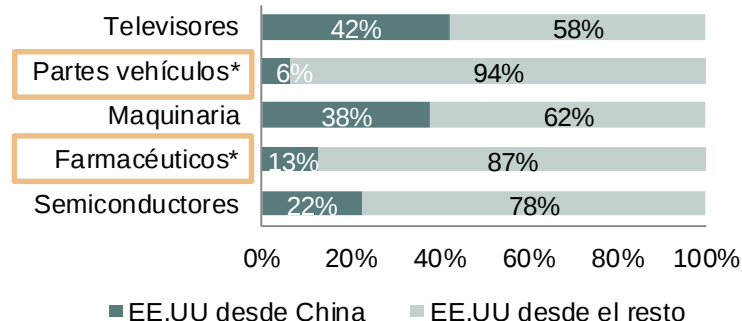
Exportaciones (**)



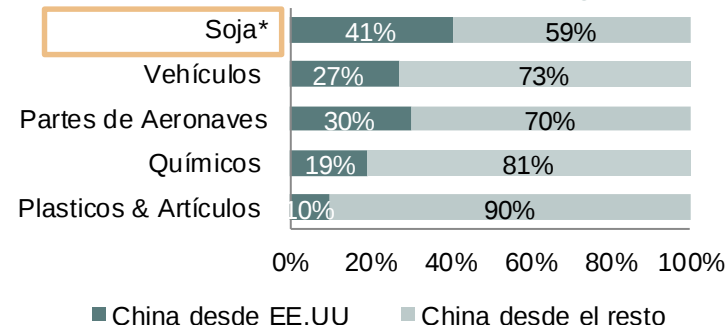
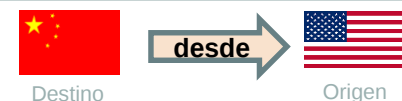
Exportaciones (**)



Importaciones (***)



Importaciones (***)



(*) Productos que tendrían mayor impacto en el país al que se le imponen los aranceles.

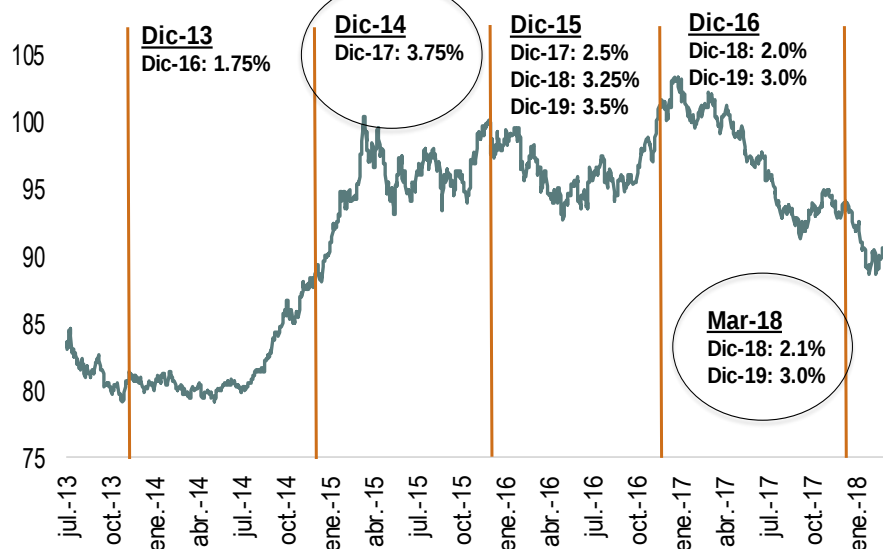
(**) Participación de las exportaciones por producto del país de origen (China o EE.UU.).

(***) Participación de las importaciones por producto del país de destino (EEUU o China).

Dólar: seguimos considerando que el mercado ha descontado buena parte de la política monetaria futura. Niveles actuales lucen más 'justos'

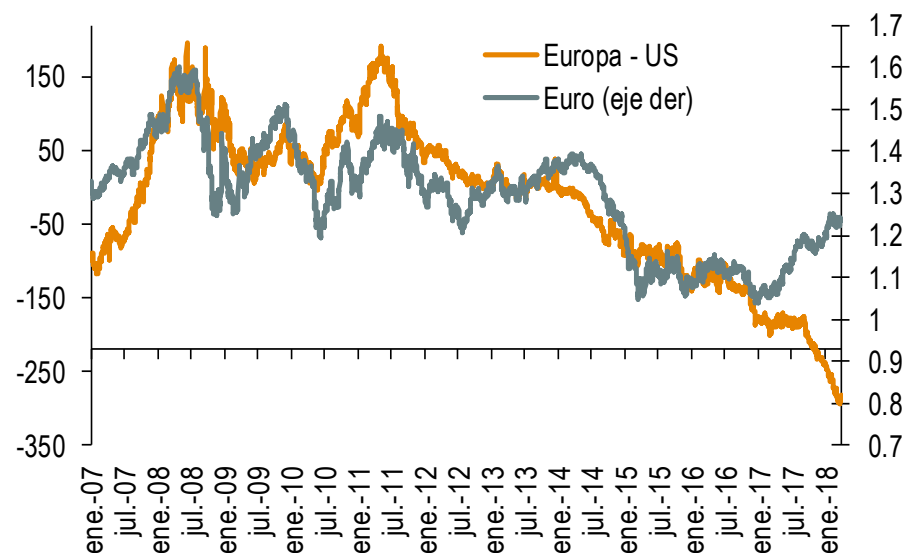
- Hay evidencia de que años consecutivos de depreciación global del dólar han coincidido con una aceleración del crecimiento mundial, lo cual sucedió en períodos como 1985-1987, 2002-2004 y 2006-2007.
- Discusión de impacto reforma tributaria sobre dólar: CBO alerta que el déficit fiscal superará el 5% del PIB al concluir la era Trump y tendrá un costo fiscal superior al 7% del PIB en 2018-2027. La repatriación de capitales puede ser clave (efectivo en el extranjero entre USD 2BB y 3BB).

El mercado se anticipó de manera importante al incremento de tasas por parte de la FED...



Fuente: Bloomberg,

...aunque los diferenciales de tasas sugieren que los niveles actuales del USD pueden ser bajos



De hecho, el consenso del mercado ya no espera una fuerte apreciación del USD a pesar de los incrementos esperados en la tasa de la Fed

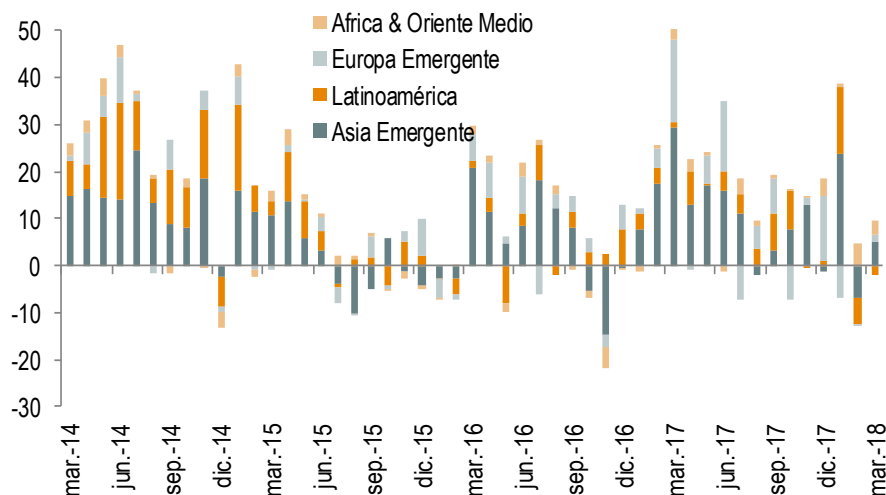
	Proyecciones de tipo de cambio					
	Actual	2018	2019	2020	2021	2022
Dólar (DXY)	89.8	87.7	84.4	84.4	-	-
Euro (EURUSD)	1.23	1.26	1.30	1.30	1.25	1.27
Libra (GBPUSD)	1.42	1.43	1.44	1.45	1.41	1.47
Yen (USDJPY)	108	109	108	100	96	98
Renminbi (USDCNY)	6.28	6.40	6.33	6.20	6.45	-
Peso Argentino	20.13	22.07	24.36	26.22	28.11	30.00
Real Brasileño	3.34	3.28	3.32	3.43	3.53	3.63
Peso Chileno	605	608	609	612	617	621
Peso Colombiano	2775	2942	2995	3017	3056	3096
Peso Mexicano	18.31	18.86	18.49	18.36	18.21	18.06
Sol Peruano	3.23	3.23	3.24	3.26	3.28	3.31

Fuente: Bloomberg, Latinfocus, Credicorp Capital. Información al 13 de abril de 2018

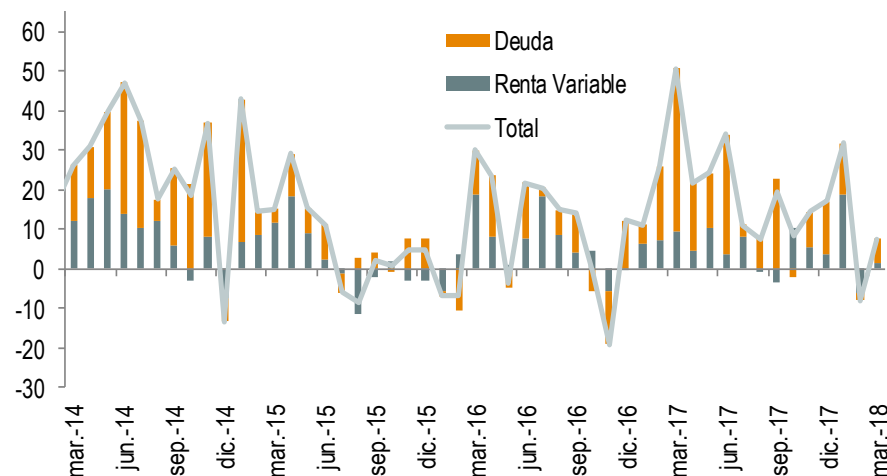
Una tendencia sin precedente: flujos de portafolio hacia emergentes

- 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.
- Los flujos de portafolio sumaron USD 235,000 MM en 2017, frente a USD 160,000 MM en todo 2016. El IIF proyecta que podrían llegar hasta USD 435,000 MM en 2018.

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



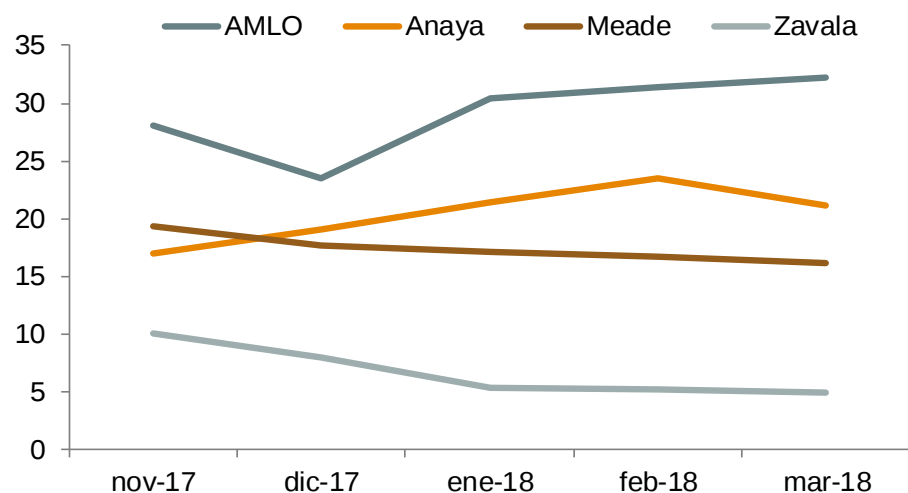
Flujos de portafolio hacia emergentes según activo
(USD mil MM)



Latam: el calendario político sigue siendo relevante

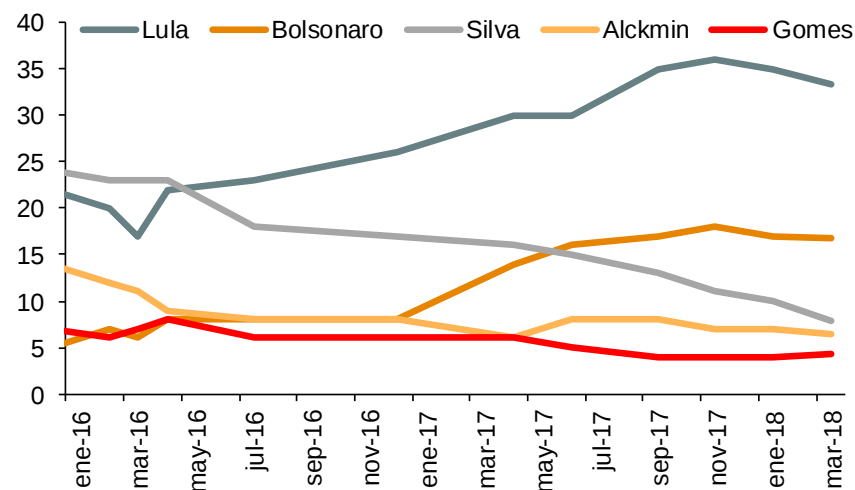
- Evidentemente, muchas de las decisiones de inversión en la región recientemente se han fundamentado en factores políticos.
- ✓ Brasil: Lula sigue liderando encuestas para 7-oct (intención de voto: 33%, Jair Bolsonaro: 17%) – segunda vuelta: 28-oct
- ✓ México: encuestas sugieren mayor probabilidad de victoria de AMLO en 1-Jul (López Obrador: 32%, PRI: 16%) – sólo hay una vuelta
- ✓ Colombia: ya vamos para allá

México: Intención de voto elecciones 2018
(%, promedio de encuestas)



Fuente: Encuestadoras

Brasil: Intención de voto elecciones 2018
(%)



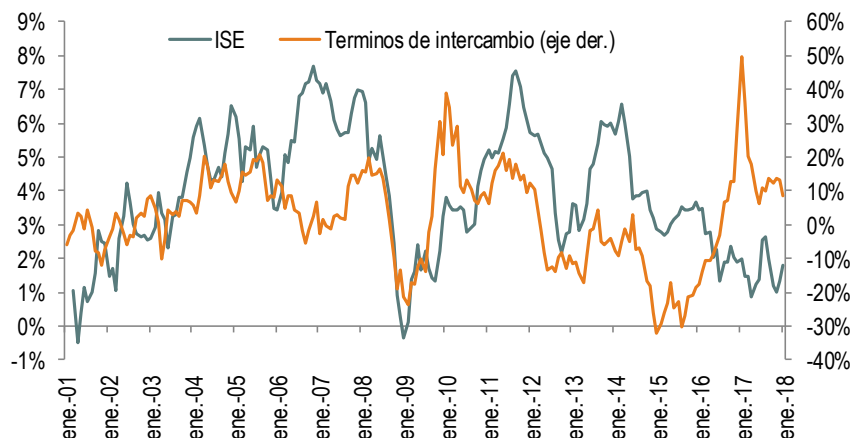
Colombia

Una vez lo peor quedó atrás, la velocidad de la recuperación es el reto

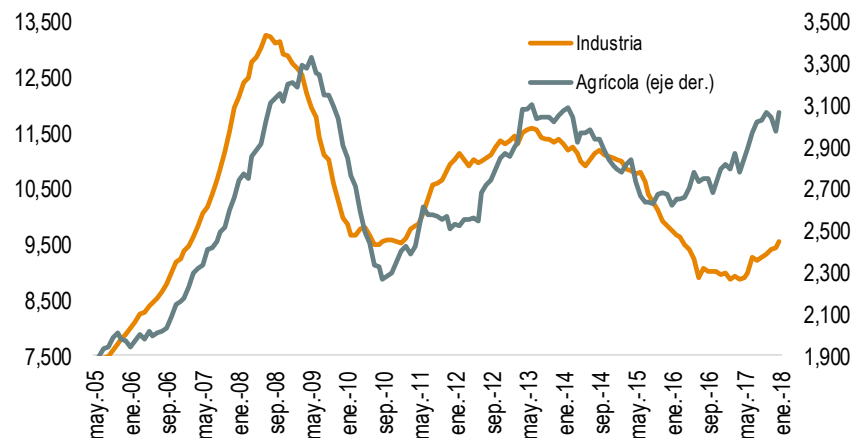
Buena parte de los indicadores líderes sugiere un mayor dinamismo de la actividad hacia adelante. El contexto externo soportará la inversión

- En general, el escenario macro está mejorando en medio de:
 - ✓ El efecto positivo de la menor inflación sobre el ingreso disponible de los hogares
 - ✓ Menores tasas de interés
 - ✓ Un mejor escenario externo: precios del petróleo y actividad económica de socios comerciales
 - ✓ Recorte de carga tributaria para firmas (tx a la renta al 37% y eliminación tx al patrimonio)
 - ✓ Una recuperación gradual del sentimiento

Términos de intercambio y actividad económica mensual (var. % a/a; PM3)



Exportaciones no tradicionales (USD MM; últimos 12 meses)



Fuente: DANE, BanRep, Credicorp Capital

En general, es la primera vez en varios años que el balance de riesgos sobre la actividad está sesgado al alza

▪ Efecto de un incremento del precio del petróleo de USD 10 por barril:

- ✓ **Actividad.** Impacto de **0.4-0.5pp** en el crecimiento de 2018 a través de mayor inversión petrolera. Riesgos al alza si se produce shock de confianza.

Mayor efecto se podría ver en 2019 a través de incremento en gasto público, mayor producción petrolera y, en general, impacto positivo de mayor ingreso nacional sobre demás sectores.

Efecto acumulado sobre PIB puede llegar a **1.5-2.0pp en dos años**.

- ✓ **Cuentas fiscales.** Mayores ingresos del GNC por **0.3%-0.4% del PIB en 2019**. El impuesto a la renta y dividendos de Ecopetrol se incrementarían en COP 3.5BB.

El efecto final sobre el déficit de 2019 dependería de la postura del gobierno frente al gasto.

- ✓ **Cuentas externas.** Mayor precio del petróleo impacta exportaciones, renta de factores, importaciones (demanda interna) e IED. Efecto neto en CAD de **- 0.2%-0.3% del PIB en 2018**.

- ✓ **COP:** acumulación neta de RRH impactaría el COP en 100-150 pesos.

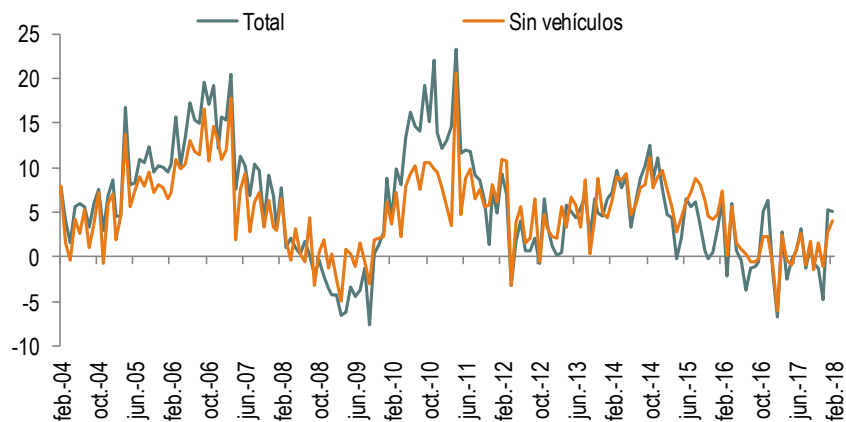
- ✓ **Inflación:** efecto neto de *pass-through* y menor brecha del producto de **- 10-20pb** en 2018.

- ✓ **Política monetaria:** el efecto en 2018 es neutral con ligero sesgo a la baja.

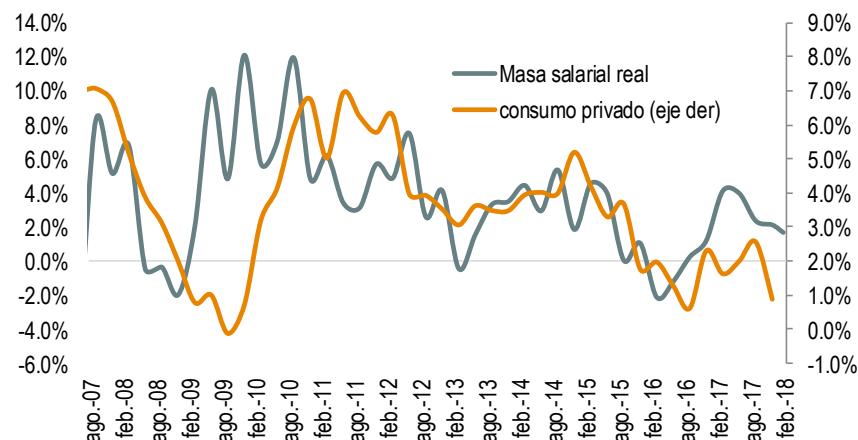
El escenario para el consumo privado es ahora más favorable. En todo caso, los datos de 1T18 deben ser leídos con cuidado

- Esperamos que el consumo privado crezca 2.6% en 2018 vs 1.7% en 2017 por cuenta de:
 - ✓ Mayor masa salarial real tras fuerte tendencia de desinflación y empleo resistente (~0.4% a/a)
 - ✓ Transmisión gradual de menores tasas de interés a créditos de consumo
 - ✓ Recuperación gradual de la confianza del consumidor
 - ✓ Un dólar más estable (incluso menor al esperado)
- Se destaca que el empleo formal crece al 0.5% a/a, mientras el no asalariado cae 2.7% a/a, implicando que la calidad del empleo ha mejorado por cuatro meses consecutivos.

**Ventas minoristas
(var. % a/a, %)**



**Masa salarial real y consumo privado
(var. % a/a)**

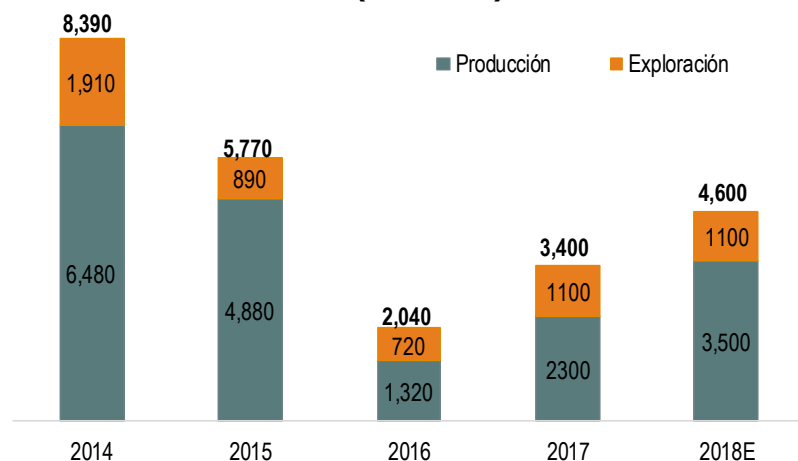


Fuente: DANE, BanRep, Credicorp Capital

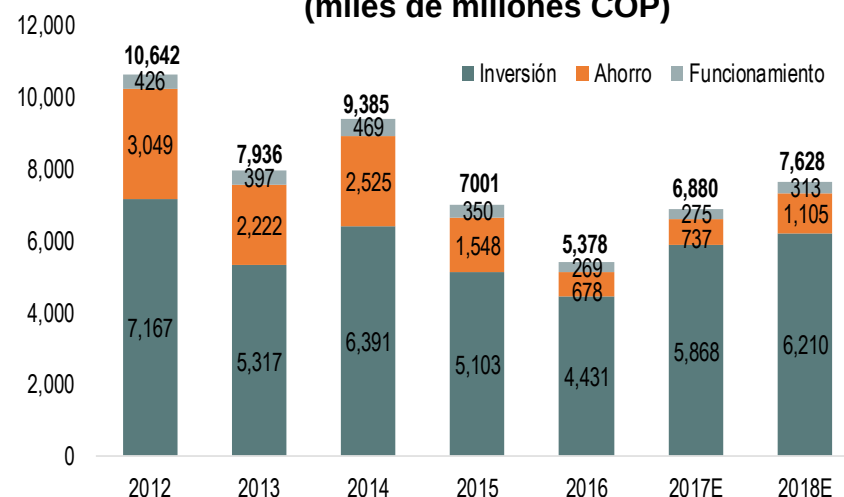
El sector petrolero liderará la mejora de la inversión como resultado de una recuperación cíclica

- La inversión petrolera en E&P se incrementaría entre 30% y 50% este año, con el CAPEX de Ecopetrol ascendiendo a USD 3.000-3.400 MM.
- La IED al sector petrolero nos sorprendió al alza en 2017, aumentando 45% (USD 3.500 MM).
- En el escenario base, el MHCP espera que las regalías crezcan 11% en 2018. Dicho esto, el contexto actual de mayores precios del crudo representa riesgos al alza, dando mayor espacio para gasto público. De hecho, prevemos alto gasto previo a elecciones. Sin embargo, la consolidación fiscal y cambio de gobierno deben implicar menor dinamismo en 2S18.

Inversión en E&P en el sector petrolero (USD MM)



Sistema de Regalías (miles de millones COP)



Fuente: ACP, MHCP, Credicorp Capital

Obras civiles mantendrán dinamismo por gasto público en 1S18 y ejecución de algunos proyectos 4G. Resto de inversión se recuperará gradualmente

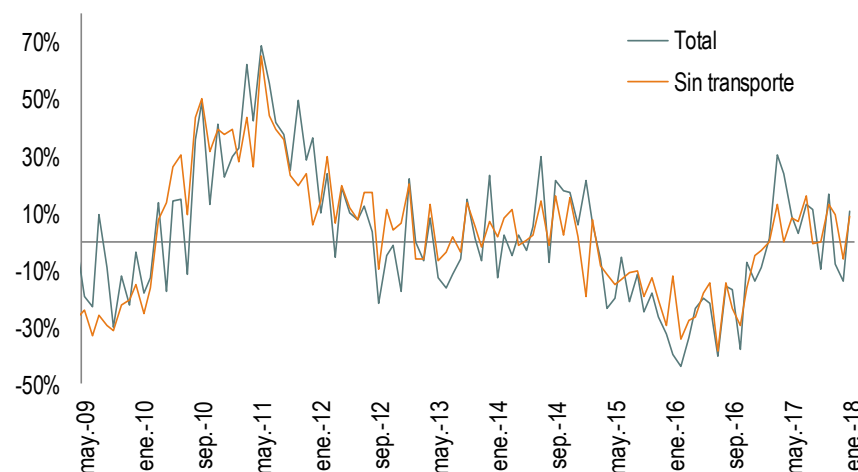
- Prevemos que el programa 4G continuará avanzando gradualmente en medio de esfuerzos de autoridades: ley de infraestructura, liquidación RSII, nuevos instrumentos para facilitar entrada de bancos extranjeros.
- Sin embargo, el ritmo de avance probablemente seguirá siendo lento en cuanto los bancos conservan una posición exigente y algunos mantienen preocupaciones frente a la liquidación del contrato RSII (han sido repagados USD 270 MM). Asimismo, riesgos reputacionales continúan jugando un papel clave.
- Esperamos 4-6 cierres financieros este año (vs. 10 esperados por el gobierno). Desde dic-17 van cuatro.
- Continuamos estimando un aporte de 4G al crecimiento del PIB este año de 0.3%-0.4%.
- Hemos identificado 22 proyectos con una probabilidad de éxito relativamente alta.

Estado del programa de carreteras 4G

Nota	Proyectos #	Capex (USD mil MM)	Cierres #	Desemb #	
3	Construcción - A tiempo	3	1.83	2	2
	Construcción - Leves demoras	8	4.14	6	6
	Pre - Construcción - Leves demoras	2	1.13	1	0
	Pre - Construcción - A tiempo	2	0.68		
	Total	15	7.79	9	8
2	Demoras en financiamiento	3	1.34	1	
	Comunidades - Problemas con predios	2	1.06		
	Técnico - Estructura del proyecto	2	1.82	1	1
	Total	7	4.22	2	1
1	Demoras en financiamiento	2	0.94		
	Problemas con comunidades	4	1.60		
	Técnico - Estructura del proyecto	2	1.00		
	Problemas ambientales	1	0.53		
	Sin adjudicar	1	0.60		
	Total	10	4.66	0	0
Total		32	16.68	11	9

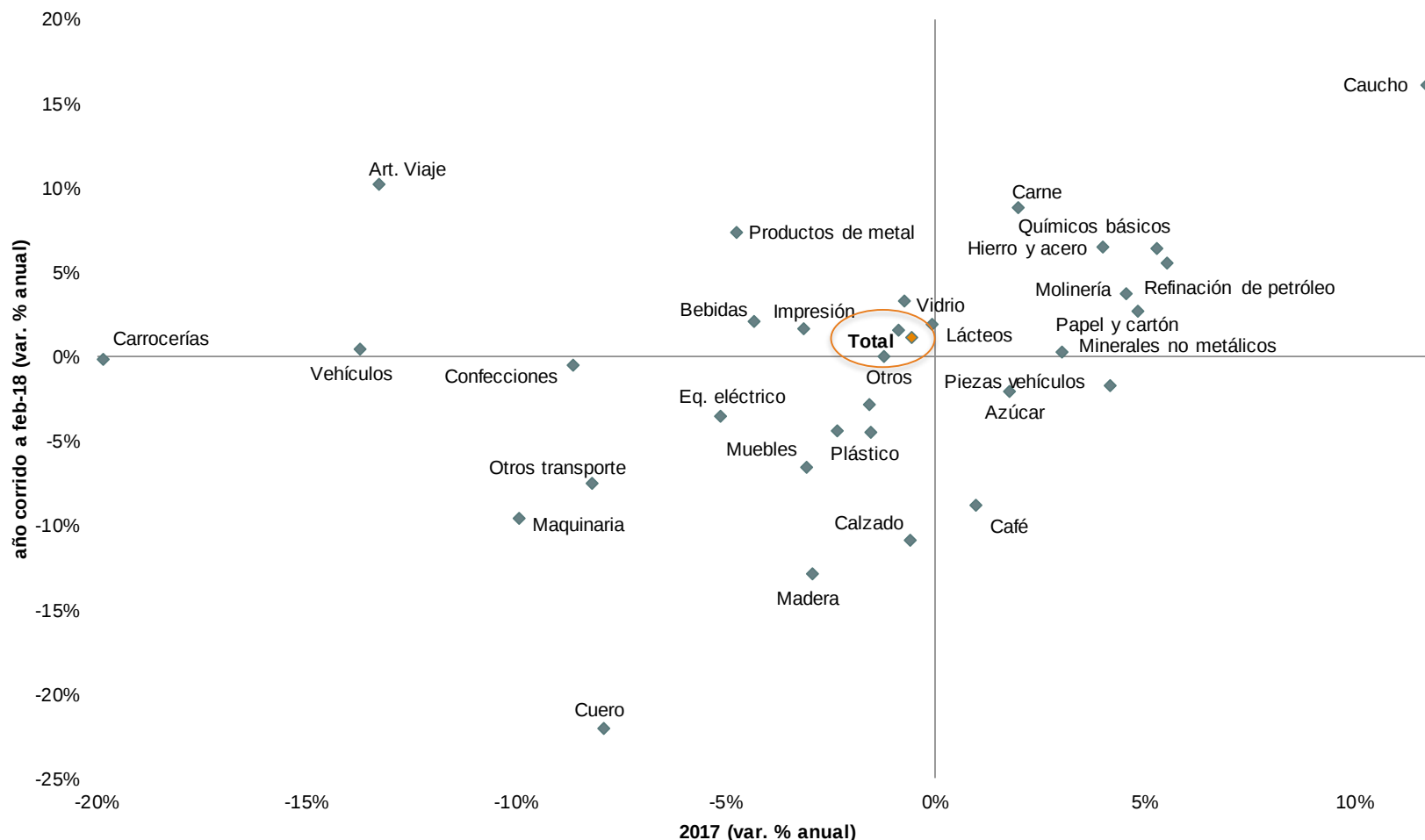
Fuente: BanRep, Credicorp Capital

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



La industria se recuperaría gradualmente en 2018 por mejora esperada de socios comerciales en medio de un COP competitivo

Crecimiento anual de la producción industrial según subsectores (%)

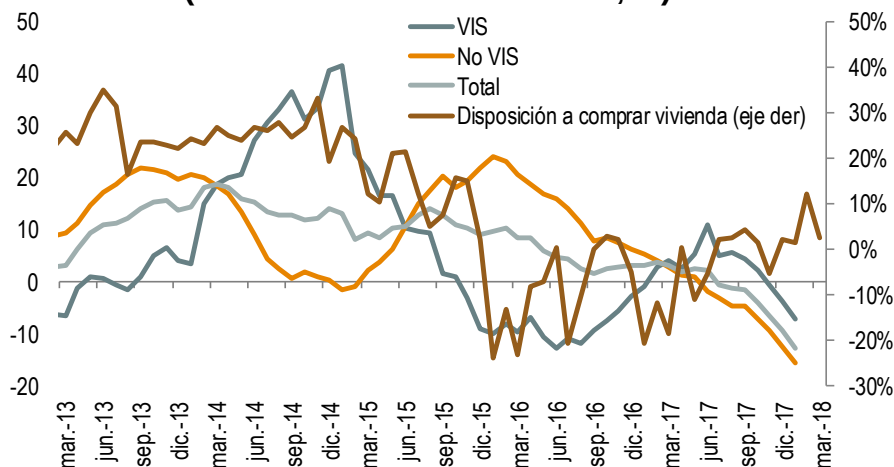


Fuente: DANE, Credicorp Capital

Ahora bien, el período electoral y la situación del sector edificador justifican nuestra estimación de crecimiento por debajo del consenso para 2018

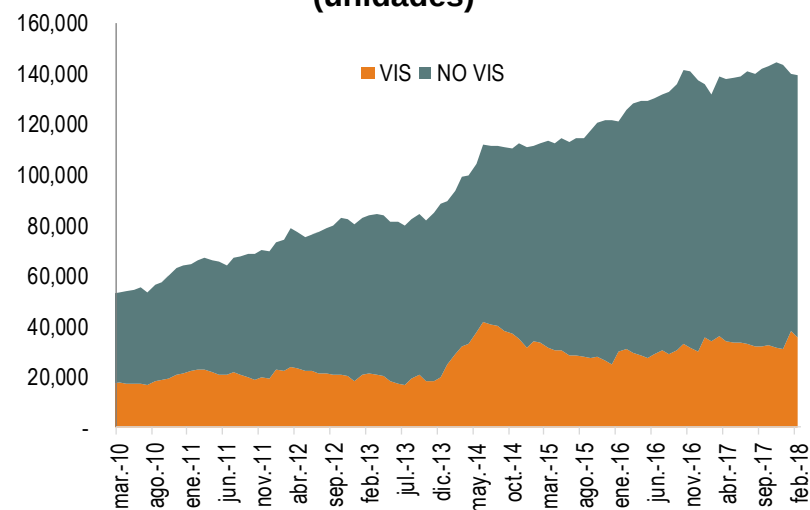
- Creemos que las firmas postergarán decisiones de inversión hasta elecciones.
- El sector edificador mantendrá una dinámica débil este año (2017: -10%; la peor cifra desde 1999) por cuenta de sobreoferta en el mercado no residencial y niveles altos de precios y de rotación de inventarios en el residencial.
- No obstante lo anterior, subsidios a la tasa hipotecaria, menores tasas de interés y un mayor ingreso disponible deben conducir a una estabilización gradual. El gobierno tiene 77.670 subsidios a la tasa de interés disponibles para 2018, incluyendo 20.000 para el estrato medio.

Ventas de vivienda y disposición a comprar
(var. % acumulada 12 meses, %)



Fuente: Camacol, Fedesarrollo, BBVA, Credicorp Capital

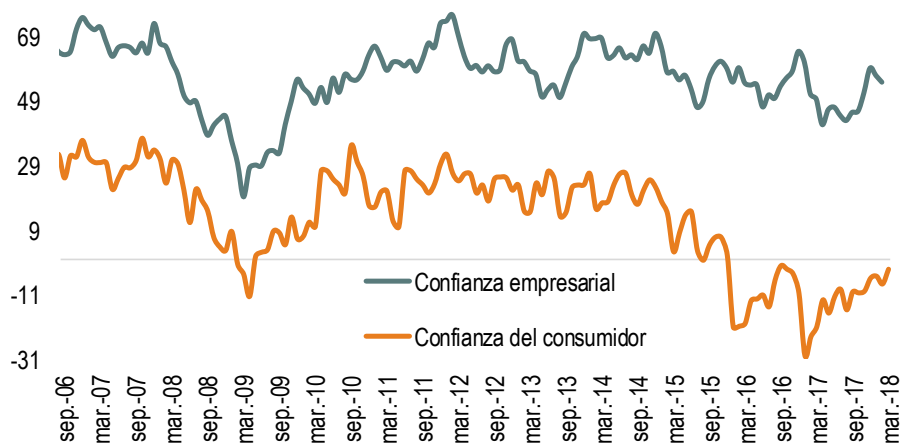
Saldo de la oferta disponible
(unidades)



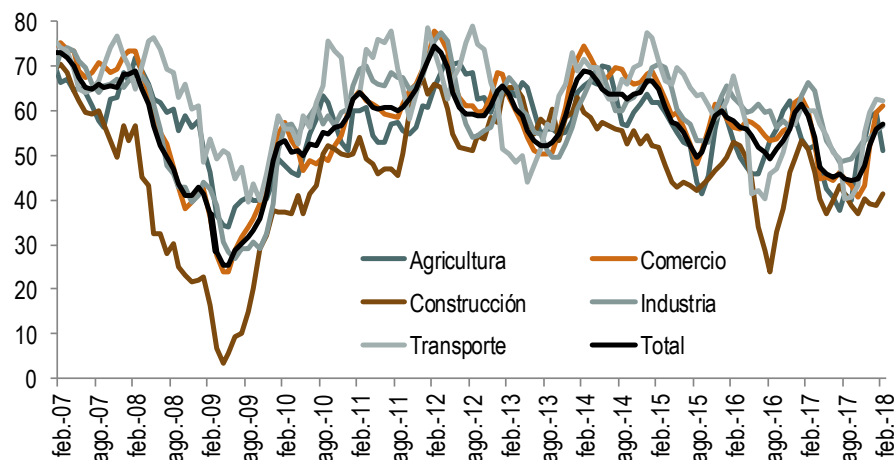
Mantenemos nuestra proyección de crecimiento para 2018 en 2.3%. Los riesgos están sesgados al alza, particularmente para 2019

- La confianza empresarial se ha recuperado durante los últimos 6 meses, acercándose así a su promedio histórico.
- Durante dicho periodo, los mayores avances se han dado en comercio (+14pp), construcción (10pp) y transporte y comunicaciones (8pp).
- Aumentos adicionales pueden estar limitados en el corto plazo en medio de la incertidumbre electoral. De cualquier manera, reafirmamos nuestra perspectiva de un potencial impulso en la confianza en el 2S18 en caso de que se materialice nuestro escenario base electoral.

Confianza empresarial y del consumidor (%)



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

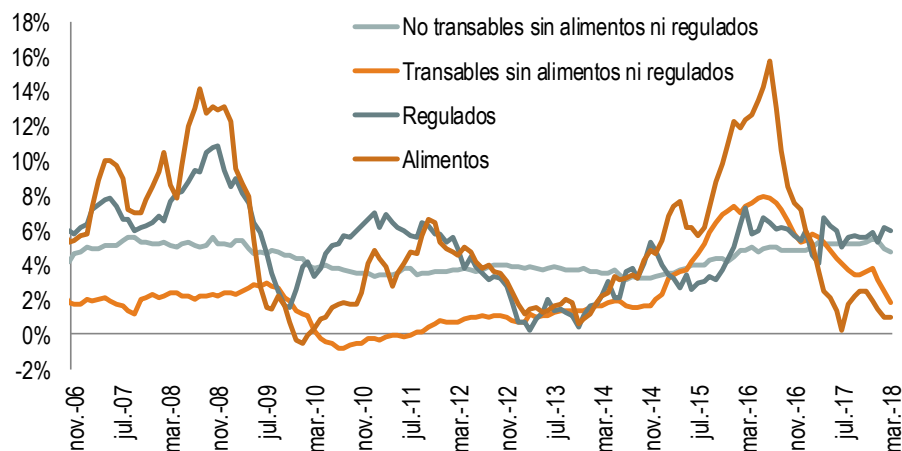


Fuente: BanRep, Fedesarrollo, Credicorp Capital

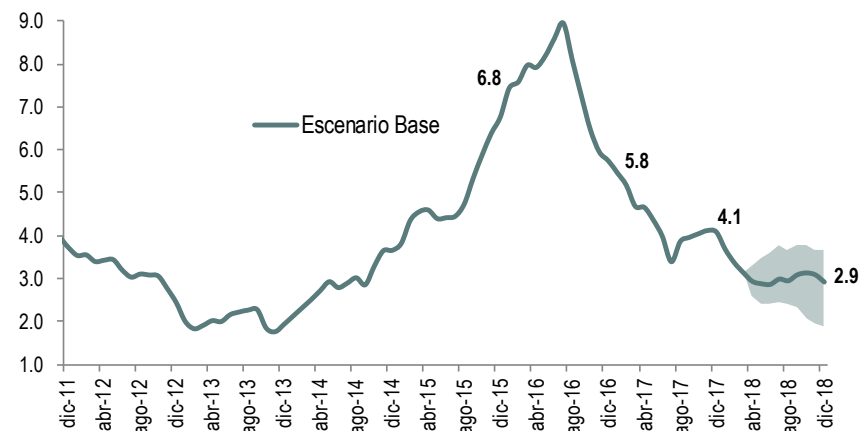
Seguimos siendo optimistas sobre la inflación, más aun tras las últimas cifras: esperamos 2.9% para dic-18

- Mantenemos nuestra estimación en medio de:
 - ✓ la reversión del efecto IVA;
 - ✓ un COP a la baja;
 - ✓ creciente brecha del producto una vez el PIB continuará expandiéndose por debajo del potencial
 - ✓ menor efecto indexación (inflación causada y salario mínimo).
- Se destaca una fuerte reducción de 102pb en las medidas básicas desde dic-17 a 3.64%.

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



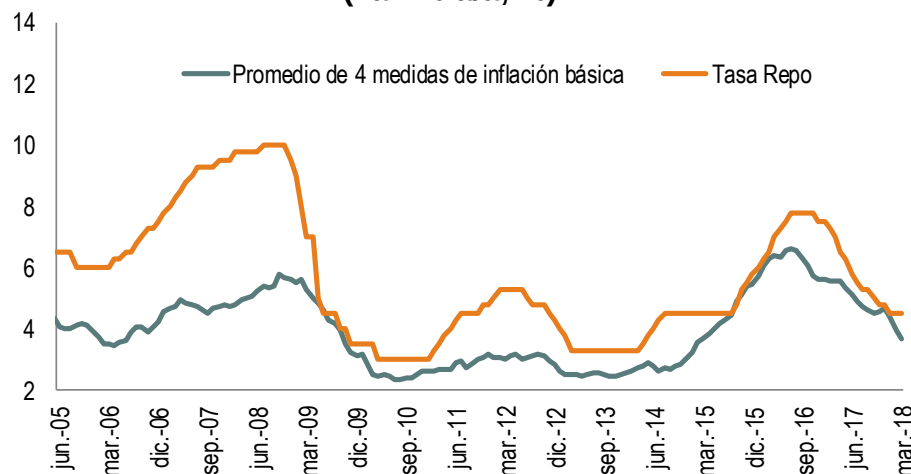
Pronósticos de inflación Credicorp Capital (variación %)



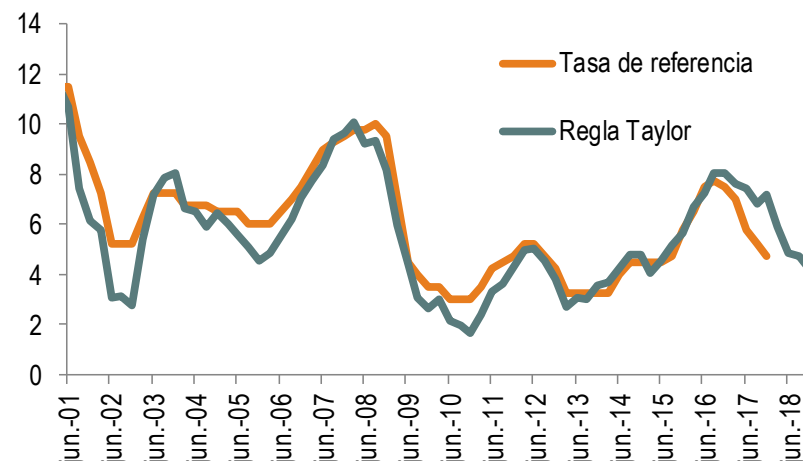
Por lo tanto, consideramos que las condiciones están dadas para un mayor estímulo monetario por parte del BanRep

- Esperamos que la tasa repo alcance un nivel de 4.25%, al menos, como resultado de:
 - ✓ Nuestra estimación de inflación de 2.9% a dic-18, por debajo del consenso
 - ✓ Una mayor brecha del producto tras cuatro años creciendo por debajo del potencial
 - ✓ Un déficit en cuenta corriente que se ubicó en 2017 en el nivel esperado para 2018
 - ✓ Una reducción de las expectativas de inflación en tándem con la inflación observada

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



Regla de Taylor usando inflación sin alimentos
(%)

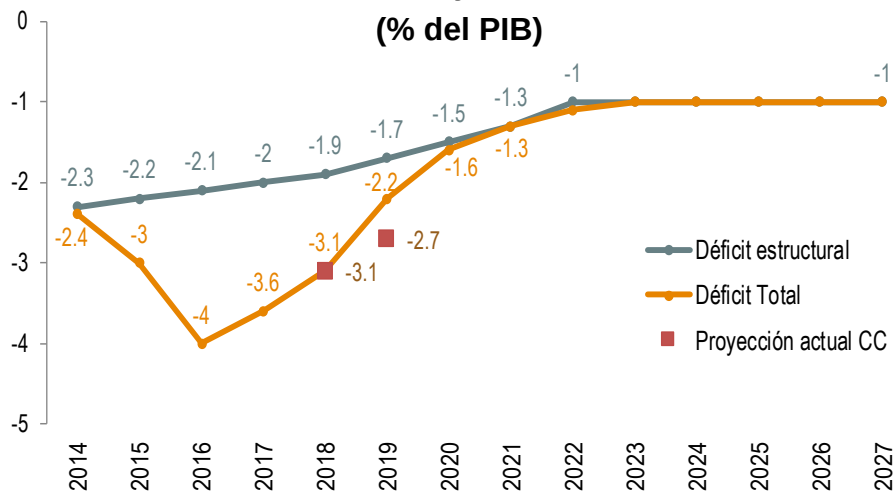


Creemos que la meta de déficit fiscal de este año se cumplirá pero lograr la de 2019 es poco probable. La adopción de medidas adicionales es clave

- La meta de 2018 se cumpliría por mayores precios del petróleo en 2017 (dividendos de Ecopetrol sorprendieron en 0.1%-0.15% del PIB) y recursos extraordinarios del laudo a TELCOs (el MHCP tiene ahorro de 0.3% del PIB).
- Sin embargo, los retos son muy altos a partir de 2019, por lo que nuevas medidas son necesarias.
- Ahora, una nueva reforma tributaria no es inminente por recortes de gasto, medidas anti-evasión/elusión, mejora en actividad, mayores precios del crudo y cambio de gobierno.
- En todo caso, no descartamos un menor ritmo en el recorte del impuesto de renta corporativo (2019: 33%).**
- Otro recorte de calificación por parte de Fitch o Moody's este año es posible en caso de que el próximo gobierno no tome medidas prontamente. Sin embargo, no esperamos la pérdida del Grado de Inversión.

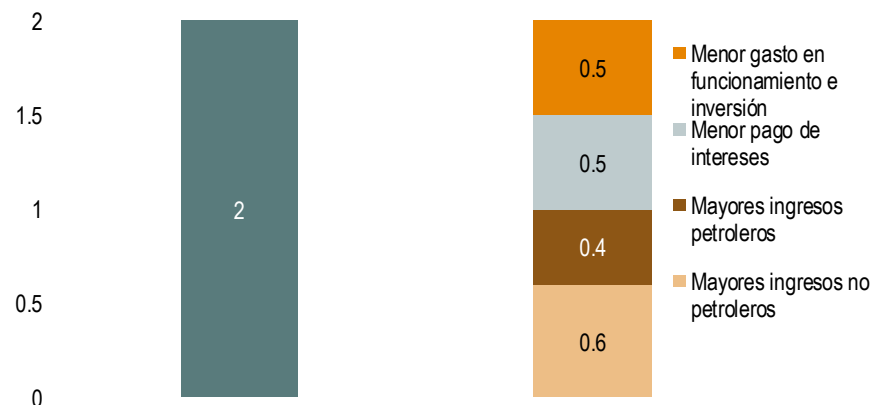
Déficit estructural y efectivo del GNC

(% del PIB)



Estrategia fiscal 2018-2022 según MinHacienda

(% del PIB)



Fuente: MHCP, Credicorp Capital

El déficit en cuenta corriente ha seguido sorprendiendo del lado positivo

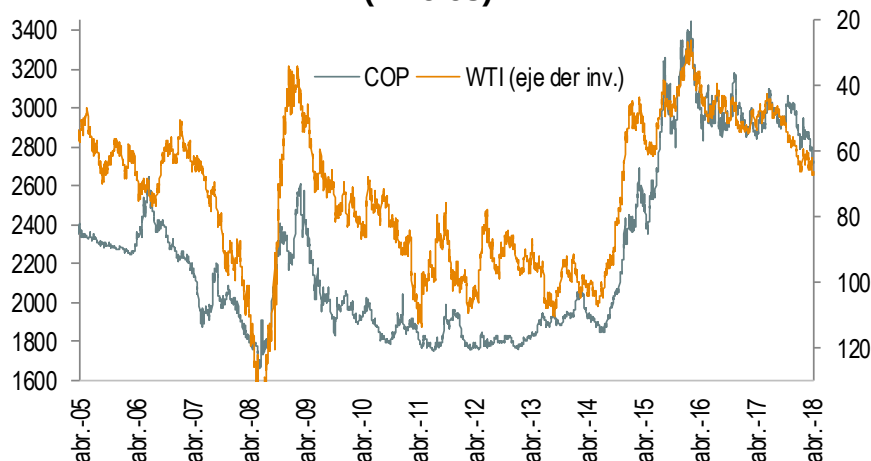
	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
PIB nominal (USD MM)	380,040	378,375	289,606	280,366	309,331	325,938	352,089
Cuenta Corriente	-12,504	-19,768	-18,586	-12,129	-10,359	-9,566	-10,198
% del PIB	-3.2%	-5.2%	-6.4%	-4.4%	-3.3%	-2.9%	-2.9%
Bienes y servicios	-3,160	-11,862	-18,255	-12,767	-8,878	-7,424	-7,764
Bienes	3,179	-4,641	-13,479	-9,160	-4,766	-2,983	-2,990
Exportaciones	60,282	56,899	38,572	34,079	39,474	43,027	45,781
var. %		-5.6%	-32.2%	-11.6%	15.8%	9.0%	6.4%
Importaciones	57,103	61,539	52,051	43,239	44,241	46,010	48,771
var. %		7.8%	-15.4%	-16.9%	2.3%	4.0%	6.0%
Servicios	-6,340	-7,222	-4,776	-3,608	-4,111	-4,440	-4,774
Exportaciones	7,022	7,156	7,426	7,677	8,326	8,992	9,532
var. %		1.9%	3.8%	3.4%	8.5%	8.0%	6.0%
Importaciones	13,362	14,378	12,203	11,284	12,438	13,433	14,306
var. %		7.6%	-15.1%	-7.5%	10.2%	8.0%	6.5%
Renta Factorial	-14,230	-12,527	-5,761	-5,249	-8,167	-9,228	-9,874
var. %		-12.0%	-54.0%	-8.9%	55.6%	13.0%	7.0%
Transferencias	4,887	4,622	5,430	5,887	6,685	7,086	7,441
var. %		-5.4%	17.5%	8.4%	13.6%	6.0%	5.0%
Cuenta de Capital	11,739	19,292	18,263	12,682	9,694	9,639	10,242
Inversión Directa	8,557	12,268	7,518	9,332	10,828	8,239	9,642
Ingresos	16,209	16,167	11,736	13,849	14,518	13,739	14,642
Egresos	7,652	3,899	4,218	4,517	3,690	5,500	5,000
Inv. de Port.	7,438	11,565	10,283	3,718	1,577	1,000	500
Ingresos	11,073	18,661	9,808	8,908	7,793	4,000	4,000
Egresos	3,635	7,096	-475	5,190	6,217	3,000	3,500
Créditos y deuda	2,808	504	2,833	-823	-1,963	400	100
Cam. Reservas	6,946	4,437	415	165	545	73	44

- El déficit en cuenta corriente (DCC) se ubicó en 3.3% del PIB en 2017, siendo el menor nivel desde 2013.
- El resultado fue explicado principalmente por la importante mejora en el déficit comercial de bienes, que cayó 48% en 2017.
- El año pasado la inversión directa neta cubrió el DCC en su totalidad por primera vez desde 2012. La sorpresa positiva fue explicada por una IED de USD 14,518 MM vs nuestra estimación: USD 12,400 MM.
- Resaltamos que, cuando se excluyen los ingresos extraordinarios de 2016 y 2017 (venta de Isagen en 2016, y el laudo arbitral y la capitalización de TELCOs en 2017), la IED creció 17%.
- Recortamos nuestra estimación del DCC desde 3.4% del PIB a 2.9%, el menor nivel desde 2011. Así, su financiamiento no debería ser una preocupación a pesar del esperado.

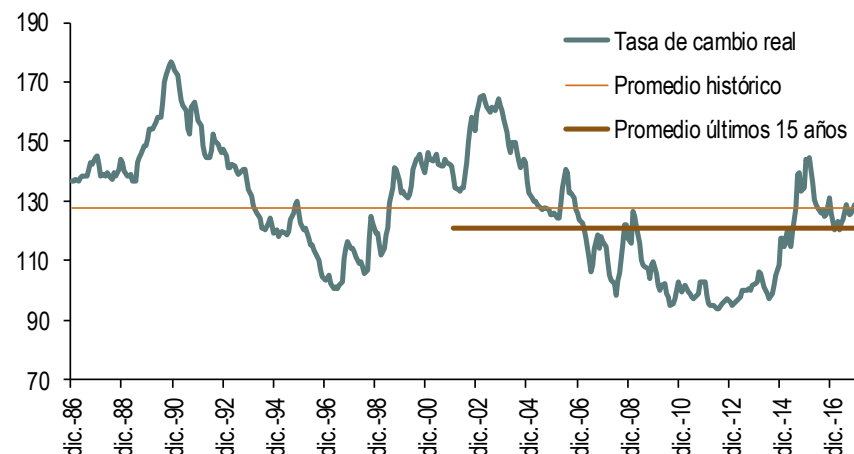
El COP alcanzó niveles de 2,700 finalmente! Ahora el espacio luce más limitado. Mantenemos la proyección de 2,900 para dic-18 con sesgo bajista

- Mantenemos nuestra estimación de tasa de cambio en COP 2,900 para final de año ante la expectativa de un fortalecimiento global del USD en los próximos meses bajo el escenario de tasas de interés más altas a nivel mundial.
- En particular, es posible un descenso de flujos hacia el mercado de renta fija en el futuro.
- Igualmente, los precios del petróleo seguirán siendo un factor clave para el desempeño del COP. Esperamos algún descenso en 2S18.
- Finalmente, no descartamos observar volatilidad en el corto plazo en la antesala de las elecciones presidenciales, lo que podría representar oportunidades.

**COP vs WTI
(niveles)**



Tasa de cambio real (1994=100)

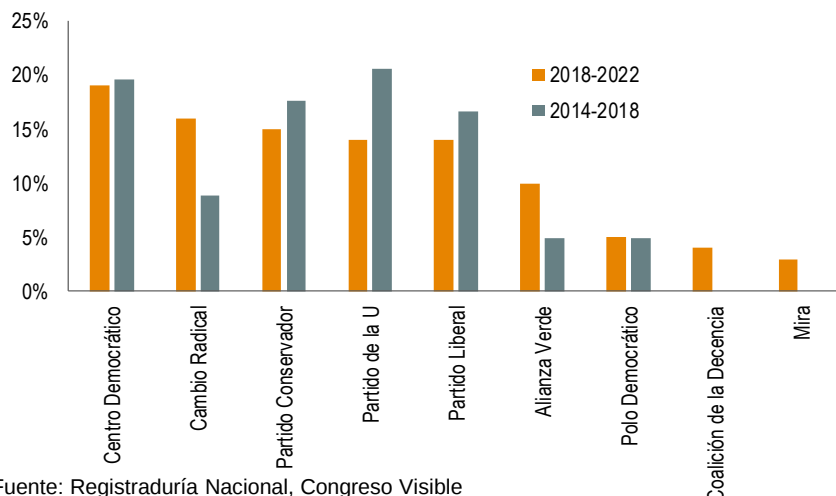


Fuente: Bloomberg, BanRep, Credicorp Capital

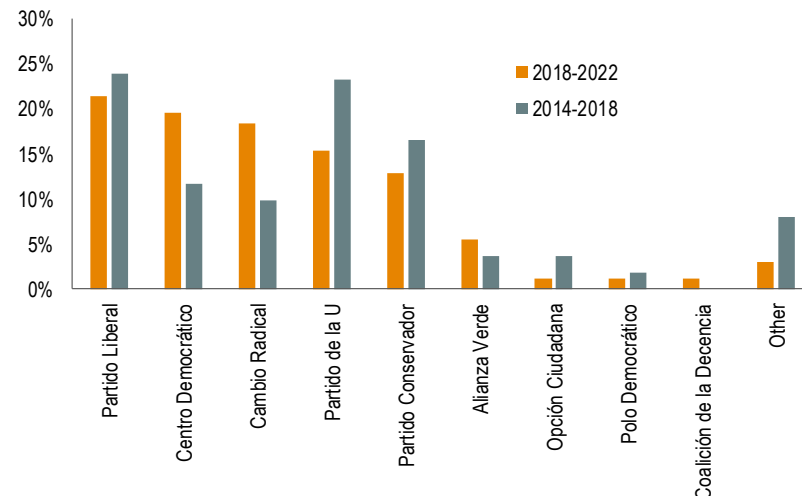
Elecciones 2018: esperamos la victoria de un candidato pro-mercado

- La base electoral de la izquierda permanece reducida (desde 2006, la 'izquierda ampliada' ha obtenido el ~26% en la 1ª vuelta (mayor cifra: ~4.5mn en 2010). **~8mn de votos se necesitan para ser presidente.**
- Vemos un *upside* reducido para la izquierda (en 2014, Alianza Verde recibió más de 3mn de votos en consulta y no llegó a 2ª vuelta).
- Petro tiene una de las tasas de rechazo más altas entre los candidatos (superior al 20%; C&C: 44%).
- 58% de los colombianos tienen miedo de que el país llegue a una situación como la de Venezuela.
- Los partidos de derecha incrementaron su participación en ambas Cámaras en el Congreso.
- Germán V. sigue siendo competitivo tras los resultados de las elecciones de Congreso.

Senado: composición 2018-2022 vs 2014-2018



Cámara: composición 2018-2022 vs 2014-2018

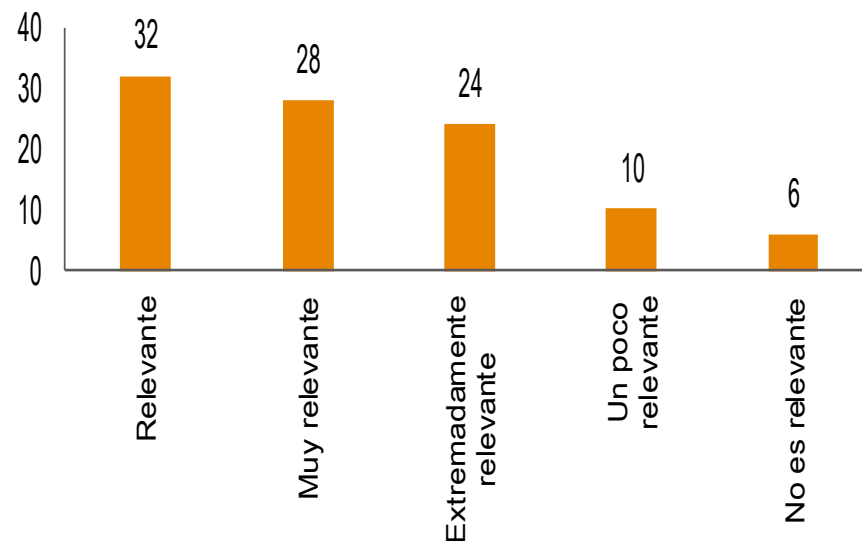


Fuente: Registraduría Nacional, Congreso Visible

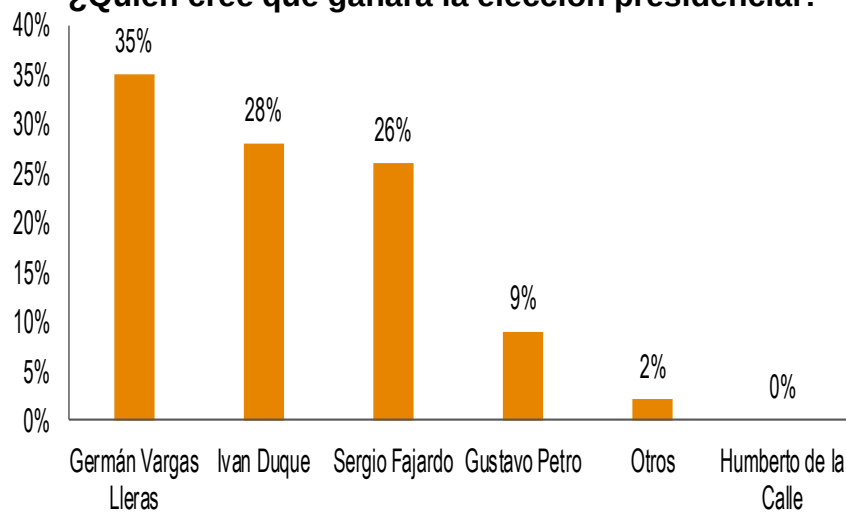
Mercados: sin duda, el resultado de las elecciones jugará un papel clave

- En general, la alta polarización y la falta de consenso político generan riesgos.

Relevancia de la elección presidencial

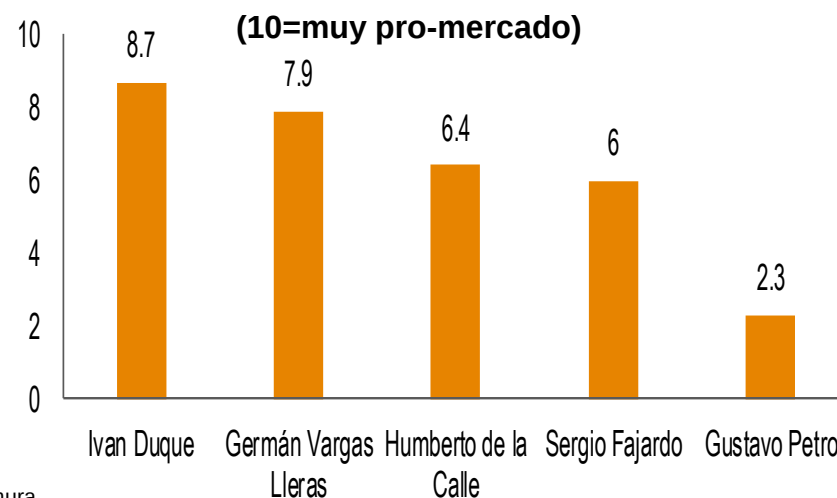


¿Quién cree que ganará la elección presidencial?



Fuente: Nomura

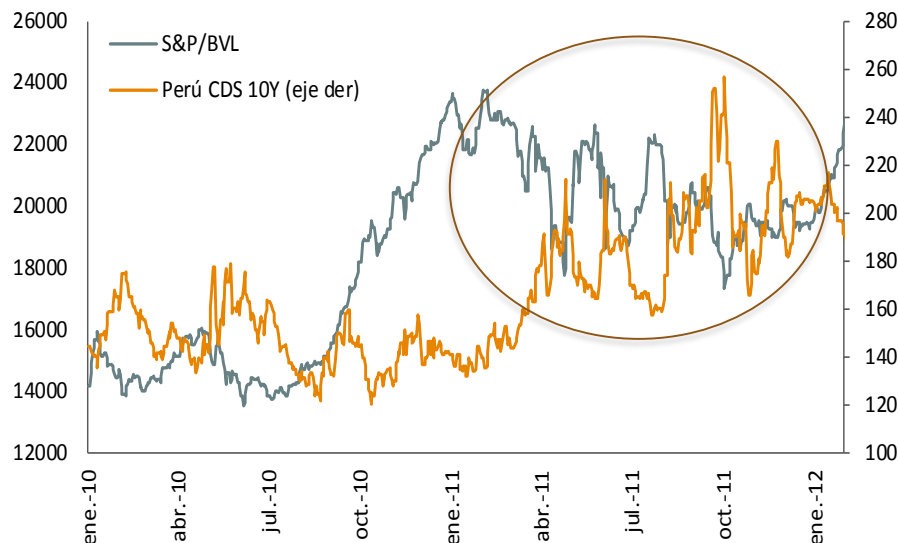
¿Que tan pro-mercado ve a los candidatos?



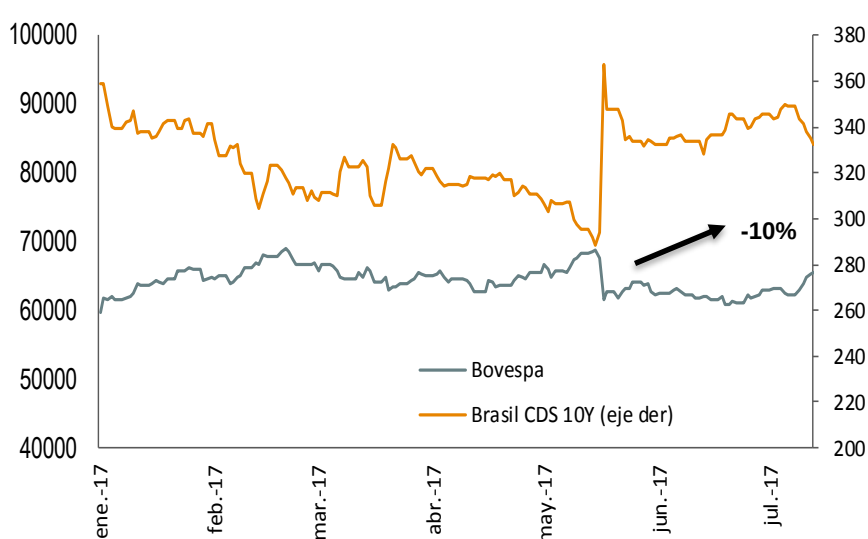
Un cambio de gobierno hacia la izquierda usualmente tiene un fuerte impacto en los mercados

- El caso de Perú puede ser relevante: cuando Ollanta Humala alcanzó la presidencia en 2011, la bolsa cayó 16%, los bonos a 10 años se elevaron 83pbs y el CDS10Y se incrementó casi 100pbs.
- Esto se trasladó a la actividad real a través de una fuerte desaceleración de la inversión privada.

**Perú: victoria de Ollanta Humala
(2010-2012)**



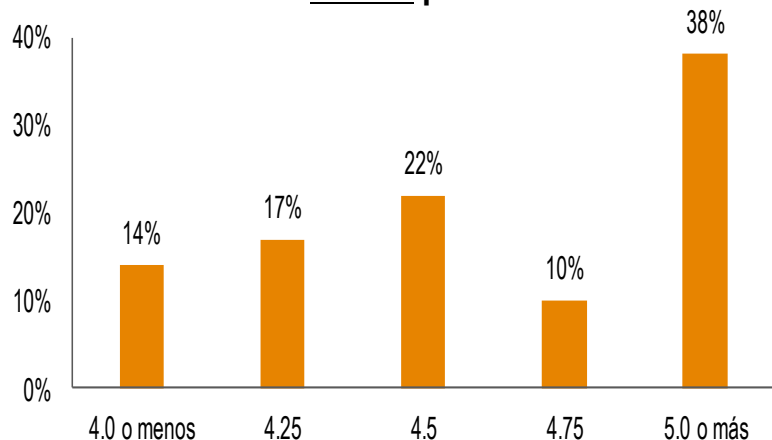
**Brasil: incriminación de M. Temer en corrupción
(2017-2018)**



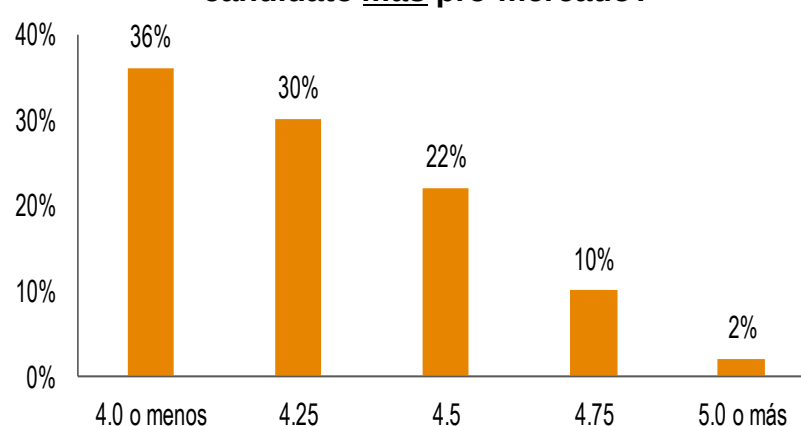
Fuente: Bloomberg

De hecho, los mercados anticipan un fuerte impacto en caso de que una victoria de la izquierda se materialice

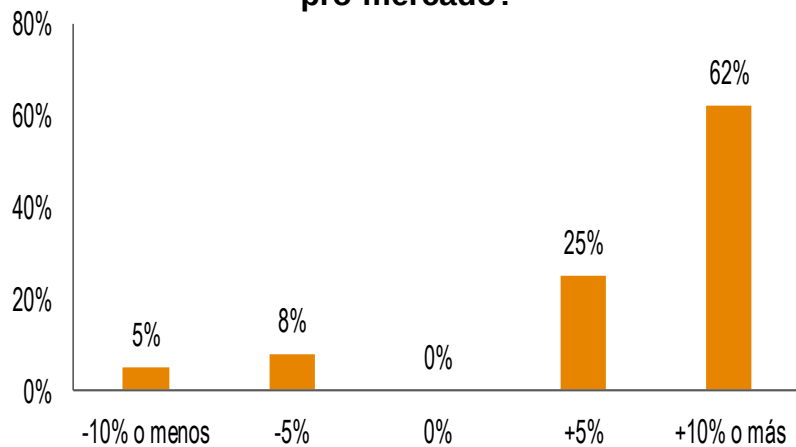
¿Dónde se ubicaría la tasa repo en dic-18 si gana el candidato menos pro-mercado?



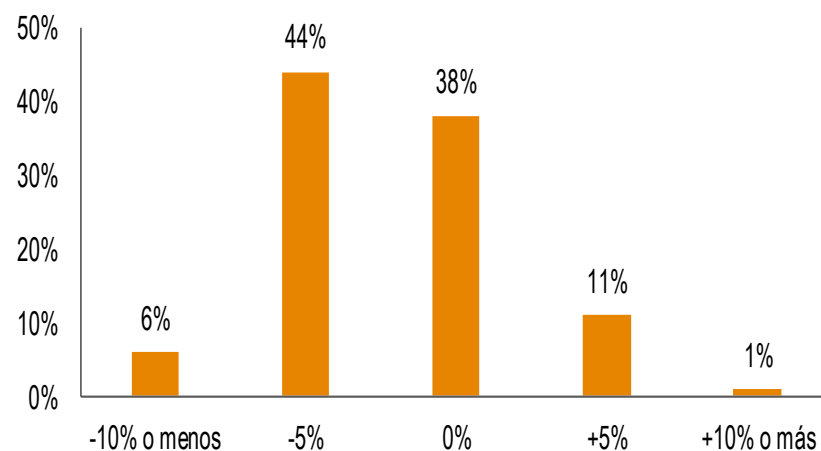
¿Dónde se ubicaría la tasa repo en dic-18 si gana el candidato más pro-mercado?



¿Qué pasaría con el dólar si gana el candidato menos pro-mercado?



¿Qué pasaría con el dólar si gana el candidato más pro-mercado?



Fuente: Nomura

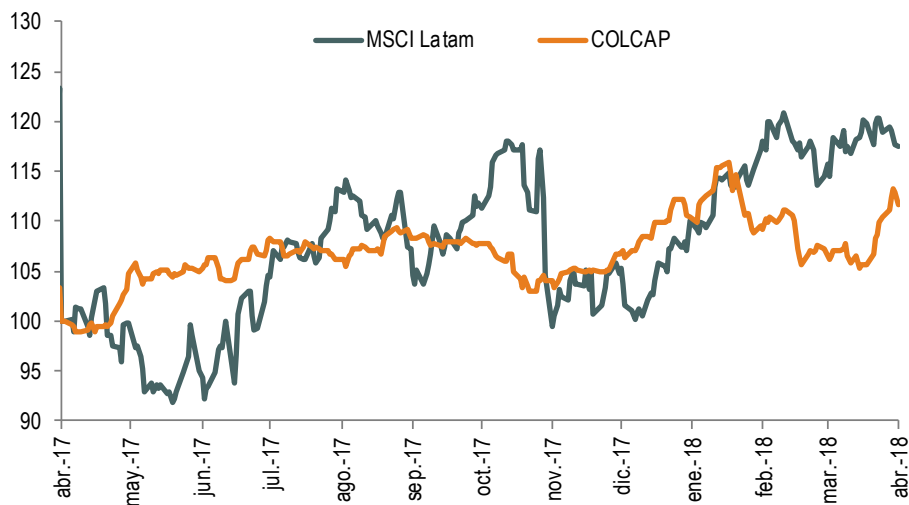
Mercado accionario local

Rezago frente a la región se reduce por repuntes del crudo, perspectivas de recuperación y sentimiento político

Rezago frente a la región se acorta por repuntes del crudo, perspectivas de recuperación y sentimiento político

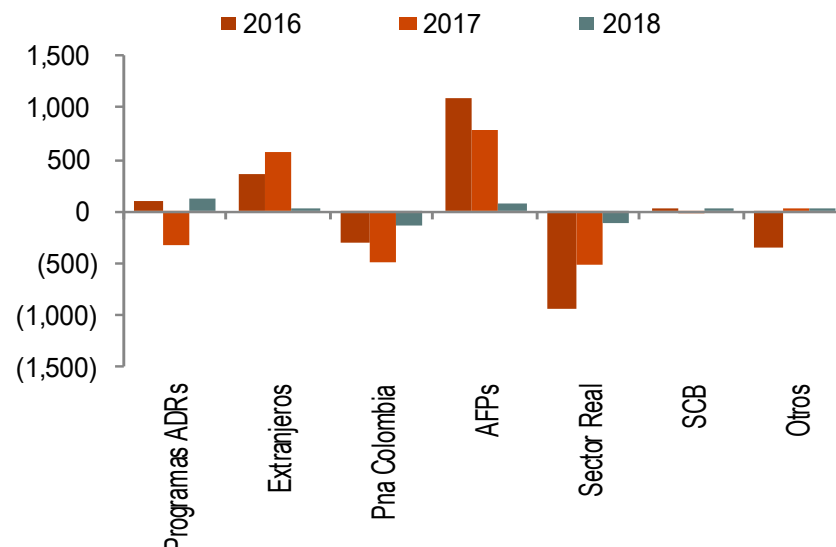
- El Colcap ha acortado distancia frente al índice regional de manera considerable guiado por:
i) repuntes en el precio del crudo, ii) sentimiento fortalecido ante consolidación de liderazgo de un candidato pro-mercado y iii) perspectivas de una recuperación vía consumo.
- Mientras el escenario siga regido por estos catalizadores, el mercado debería tener un buen comportamiento. Recomendamos a **Bancolombia** y a **Nutresa** como vehículos para esta coyuntura. **Ecopetrol** luce sobrevalorada pero mercado sigue favoreciéndola.

Colcap vs MSCI LatAm
(base=100: Ene-17)



Fuente: Bloomberg, BVC

Transacciones netas
(USD mn)



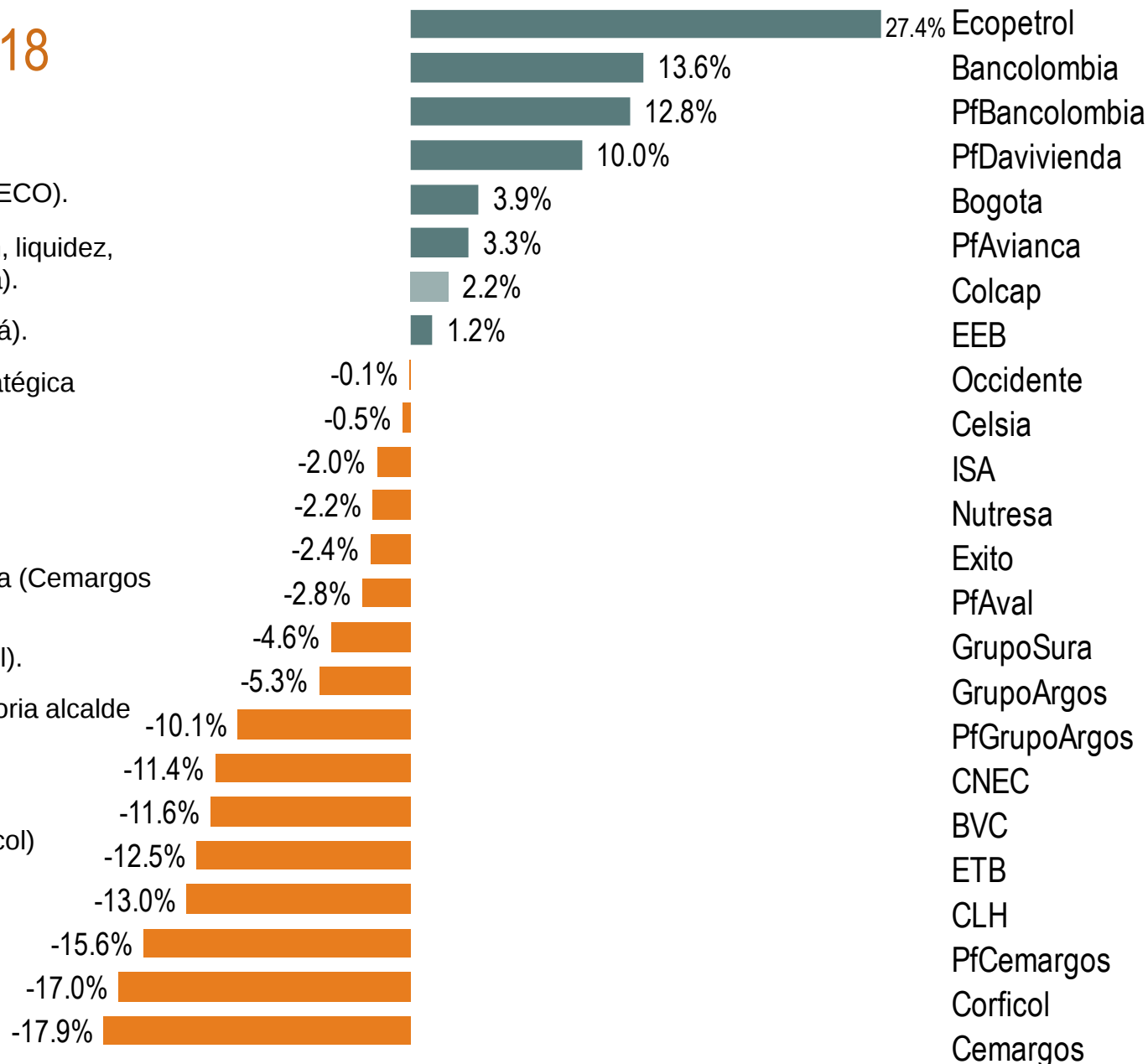
Variación YTD 2018

Ganadores

- Rally petroleo, dividendo (ECO).
- Perspectivas recuperación, liquidez, rebalanceos (Bancolombia).
- Compras FONPET (Bogotá).
- Especulación alianza estratégica (Avianca).

Perdedores

- Coyuntura sectorial adversa (Cemargos – CLH).
- Odebrecht - RDSII (Corficol).
- Suspension venta, revocatoria alcalde (ETB).
- Resultados débiles (BVC).
- Dilución patrimonial (Canacol)



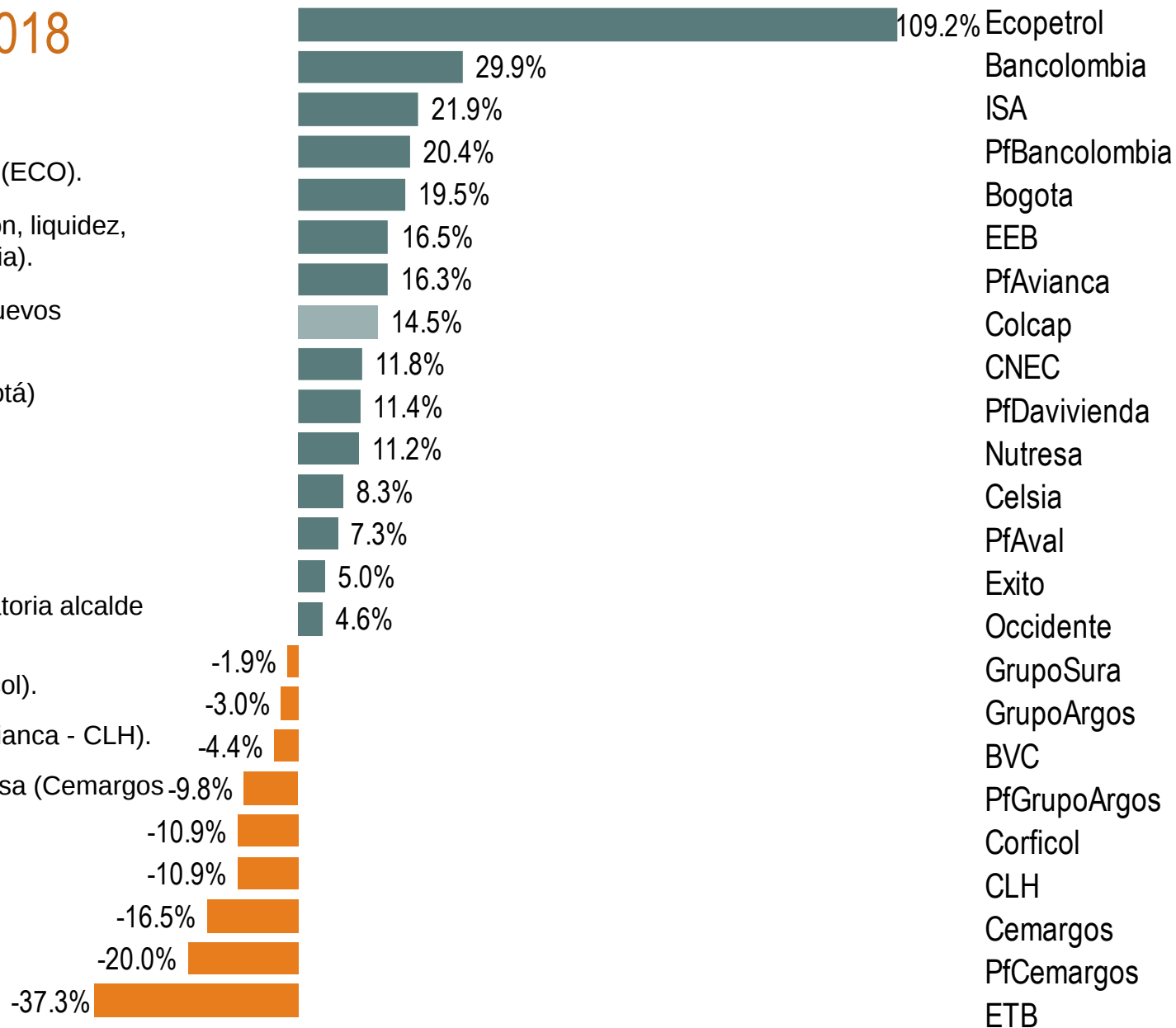
Variación LTM 2018

Ganadores

- Rally petroleo, dividendo (ECO).
- Perspectivas recuperación, liquidez, rebalanceos (Bancolombia).
- Indemnización Brasil y nuevos proyectos (ISA).
- Compras FONPET (Bogotá)

Perdedores

- Suspension venta, revocatoria alcalde (ETB).
- Odebrecht - RDSII (Corficol).
- Gobierno Corporativo (Avianca - CLH).
- Coyuntura sectorial adversa (Cemargos - CLH)



Colcap se valorizaría 4.5% retorno total desde niveles actuales. Ex - (ECO) el potencial es de 9.7%. Ex- (ECO + Bancolombia) es 12.2%

- Actualmente preferimos el sector bancario para exponerse a la recuperación esperada de la economía.
- Bancolombia es una de nuestras acciones favoritas por su relevancia en los índices locales y extranjeros. Se prevé mayor crecimiento del crédito y menor impacto de gastos de provisión.
- Nutresa nos parece atractiva a los actuales niveles dado un consumo local que se recuperaría con más fuerza en 2S18, mayor crecimiento global y mayores márgenes.

Colombia - Trading Ideas

			Price performance				12-month		Mkt. (USD mn)	ADTV (USD mn)	Rationale
			last	w/w	m/m	y/y	low	high			
Bancolombia	👉	Banks	32,600	11.3%	5.9%	16.5%	28,000	35,320	11,302	7.5	Recently upgraded to BUY; ideal investment vehicle in Colombia
Nutresa	👉	Food & Beverages	26,240	1.0%	-2.3%	10.2%	24,120	28,000	4,327	1.1	Defensive play and attractive potential improvement in 2018
ISA	👆	Utilities	13,880	4.2%	2.5%	24.0%	11,420	14,700	5,510	1.9	Bounded downside and defensive
Grupo Sura	👆	Conglomerates	38,040	2.0%	-2.1%	-0.9%	36,580	42,020	7,779	2.5	Discount to NAV above historic average
Davivienda	👍	Banks	31,360	4.1%	6.6%	6.5%	29,000	34,520	5,076	1.6	Gradual recovery of profitability
Colombia Ideas*				4.4%	0.0%	-3.3%			33,994	2.9	
COLCAP			1,515	3.0%	2.8%	-0.9%			112,578		
Ideas vs COLCAP				1.4%	-2.8%	-2.4%					
CLH	👎	Cement & Construction	9,250	3.9%	-4.2%	-15.3%	8,360	12,000	1,845	1.3	Increased uncertainties after lawsuits in the US

Top Picks Colombia

Bancolombia (COMPRAR; P.O. COP33,800)

- Vehículo líquido y procíclico ideal para capturar recuperación y mejora de sentimiento.
- Crecimiento de cartera favorecido por recuperación PIB (+2.3% 2018E) vía consumo.
- Mejoras en calidad de cartera por dilución de gasto en provisiones.
- Valoración atractiva (P/E:10.7x 2018E & P/VL:1.2x 2018E vs 14.3x and 1.7x en pares)
- Preferimos acción ordinaria por posibles decisiones de MSCI sobre preferenciales.

Nutresa (COMPRAR; P.O. COP 30,800)

- Vehículo defensivo, expuesto a dinámica del consumo, catalizador de la recuperación.
- Fuerte posicionamiento en mercados donde opera.
- Márgenes resilientes a desaceleración del consumo en 2017.
- Efectiva defensa de participación de mercado mediante innovación de producto
- Esperamos mejoras en márgenes por implementación de eficiencias en gastos.

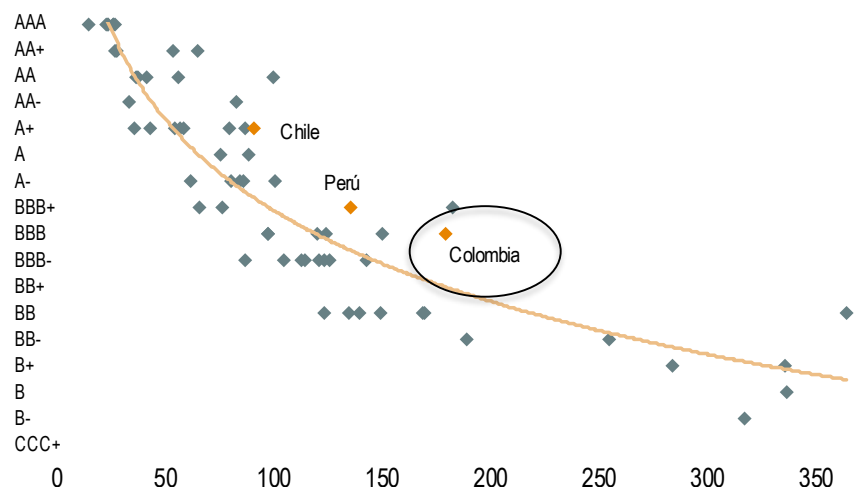
Mercado de renta fija local

Precios del petróleo, factores geopolíticos y la política monetaria local, siguen beneficiando a los TES

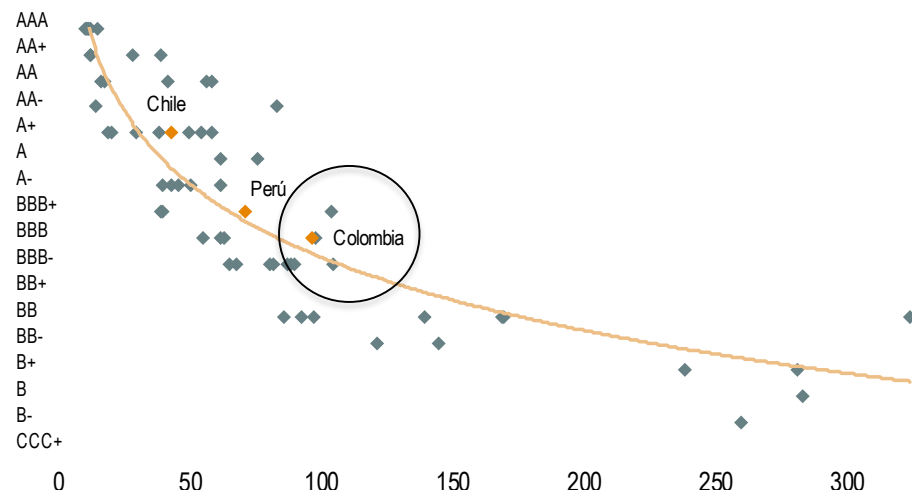
Dados los desafíos fiscales, no descartamos otra rebaja en la calificación por Moody's o Fitch. Propuestas de los candidatos serán muy relevantes

- ✓ Si se toman como referencia los CDS a 10 años de un universo de 64 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-.
- ✓ **Consideramos poco probable que Colombia pierda el Grado de Inversión (¡también depende del resultado electoral!)**

CDS a 10 años vs. calificación soberana



CDS a 5 años vs. calificación soberana

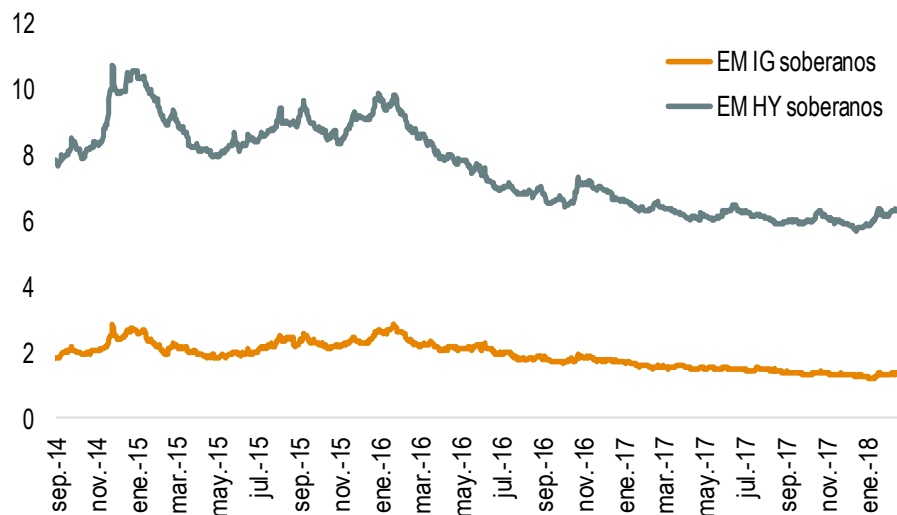


Fuente: Bloomberg, Credicorp Capital. Nota: la curva representa la calificación crediticia actualmente incorporada por el mercado

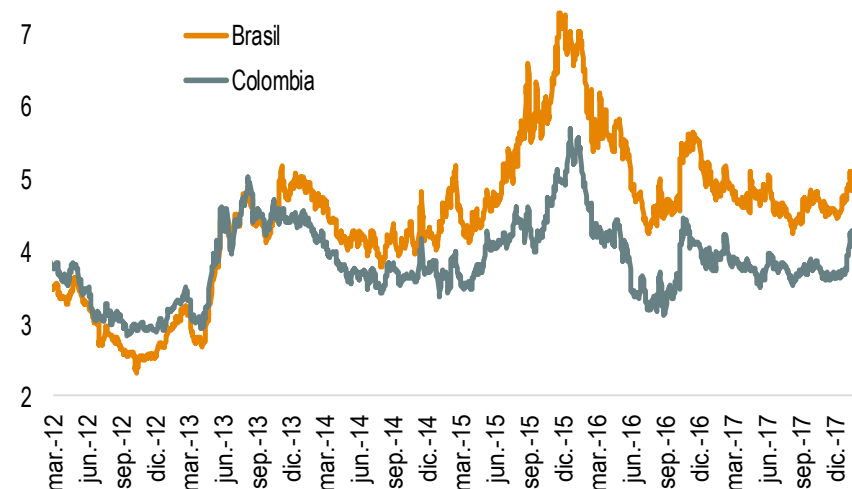
En todo caso, en el escenario pesimista, las consecuencias de la pérdida del Grado de Inversión serían considerables en el LP

- El financiamiento externo es cada vez más necesario (p.e. mercados, programa 4G + posconflicto).
- Hay que llevar el debate político hacia la responsabilidad fiscal.

Tasas de interés bonos soberanos en USD países emergentes con Grado de Inversión y Grado Especulativo*



Tasas de interés bonos soberanos a 10 años en USD Colombia y Brasil



Fuente: Bloomberg. *Índice IG tiene duración de 8.3 y el de HY de 6.4.

TES a 10 años: nuestros análisis sugieren que el nivel de equilibrio estaría contenido en el rango 5.9% - 8.3% (punto medio de 7.1%)

- Este ejercicio asume que:

✓ **Colombia mantiene el estatus de Grado de Inversión**

✓ Las variables macro se encuentran cerca de sus niveles de largo plazo (e.g. PIB, inflación, tasa repo)

✓ No se presenta un deterioro marcado del escenario global que implique un “*sudden stop*” de flujos hacia EM.

Promedio de tasa real título 10 años EM moneda local

	2001 - 2016	2001 - 2007	2008 - 2016
EM	2.9%	3.8%	2.1%
EM Latam	4.1%	5.2%	3.2%
EM ex-Latam	2.5%	3.4%	1.7%

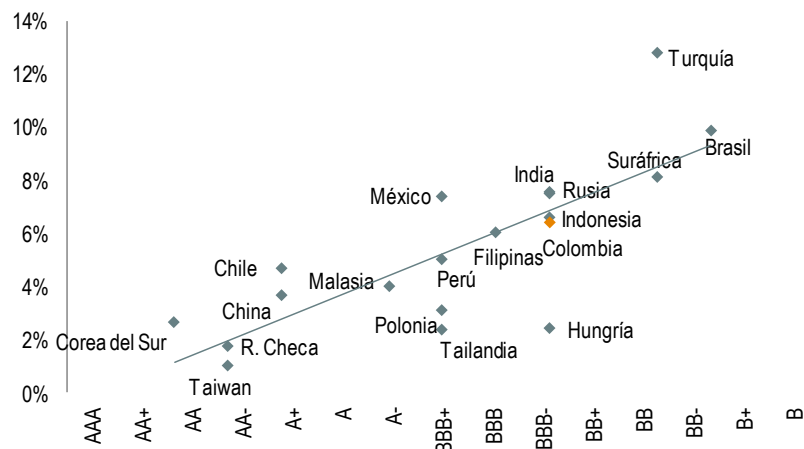
Promedio de tasa nominal título 10 años EM moneda local vs. tasa de política

	2001 - 2016	2001 - 2007	2008 - 2016
EM	231 bps	340 bps	147 bps
EM Latam	378 bps	649 bps	167 bps
EM ex-Latam	196 bps	270 bps	139 bps

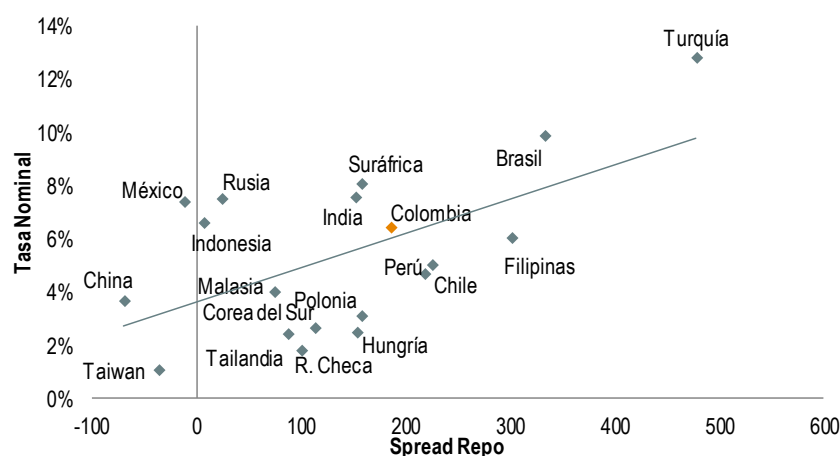
Fuente: Bloomberg, Credicorp Capital

En todo caso, la baja aversión al riesgo global y la amplia liquidez pueden mantener los TES más cerca del piso del rango en el corto plazo

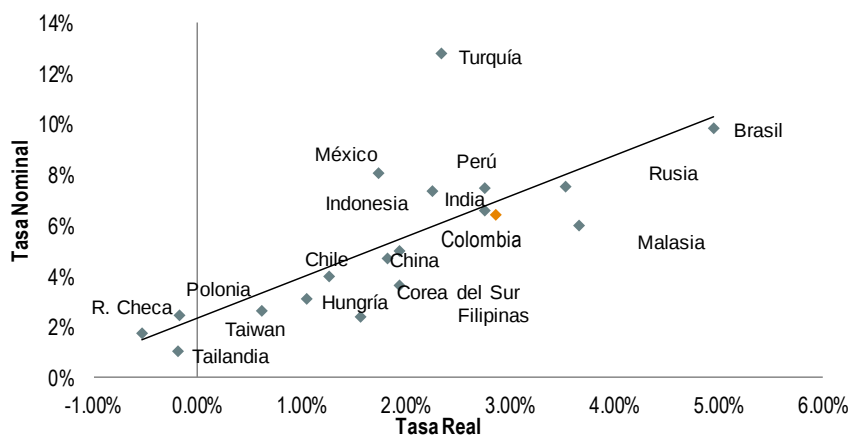
Tasa nominal vs. Calificación soberana



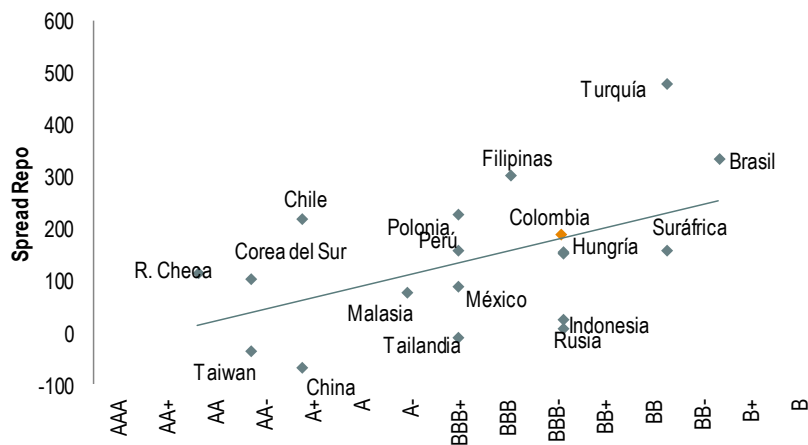
Tasa nominal vs. Spread Repo



Tasa nominal vs. Tasa real ex ante



Spread repo vs. calificación



Fuente: Bloomberg, Credicorp Capital

Recomendaciones actuales de corto plazo en renta fija local

- En nuestro escenario base asumimos elección de un candidato pro-mercado, al menos un recorte adicional de la tasa repo, cumplimiento de la meta fiscal 2018 y ausencia de incremento significativo de la aversión al riesgo global.
- Resaltamos que podría haber volatilidad en medio de la primera vuelta electoral una vez **no descartamos que G. Petro alcance la segunda vuelta**. Esto traería consigo oportunidades de compra en el mercado, en nuestra opinión.

Recomendaciones mensuales (abr-18)

Destacados renta fija	Nivel indicativo de compra
Financiero TF AAA a 3 años	6.25%
TES COP Sep-19	4.49%
TES COP Jul-24	5.85%
TES UVR Feb-23	2.74%

Proyecciones económicas

Colombia

Rating (outlook): BBB- (s) / Baa2 (n) / BBB (s)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
Actividad económica										
PIB corriente (USD MM)	287,121	335,410	369,385	380,169	378,624	289,606	280,366	309,331	325,938	352,089
PIB per cápita (USD)	6,309	7,284	7,930	8,068	7,944	6,049	5,745	6,274	6,532	6,986
PIB real (var. %)	4.0	6.6	4.0	4.9	4.4	3.1	2.0	1.8	2.3	2.8
Demanda Interna real (var. %)	5.6	8.4	4.7	5.0	6.1	3.0	0.5	1.7	2.5	3.0
Consumo real total (var. %)	5.1	5.5	4.8	4.6	4.4	3.6	1.7	2.2	2.6	2.9
Consumo privado real (var. %)	5.0	6.0	4.4	3.4	4.3	3.2	1.5	1.7	2.6	3.2
Consumo público real (var. %)	5.6	3.6	6.3	9.2	4.7	5.0	2.4	4.0	3.1	1.9
Inversión bruta real (var. %)	7.4	18.9	4.3	6.3	11.6	1.2	-3.3	0.1	2.4	3.4
Inversión bruta (% del PIB)	24.5	27.4	27.4	27.8	29.7	29.2	27.7	27.2	27.2	27.4
Exportaciones reales (var. %)	1.3	11.8	6.0	5.2	-1.5	1.2	-1.2	-0.6	2.9	5.4
Importaciones reales (var. %)	10.8	21.5	9.1	6.0	7.9	1.4	-7.3	0.2	1.3	5.6
Tasa de desempleo (%)	11.8	10.8	10.4	9.7	9.1	8.9	9.2	9.4	9.5	9.3
Precios y monetario										
Inflación (fin de año)	3.2	3.7	2.4	1.9	3.5	6.8	5.8	4.1	2.9	3.3
Inflación (promedio)	2.3	3.4	3.2	2.0	2.9	5.0	7.5	4.3	3.2	3.3
Tasa de referencia (fin de año)	3.00	4.75	4.25	3.25	4.50	5.75	7.50	4.75	4.25	5.00
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	-2.7
Balance Estructural GNC (% del PIB)	-	-	-2.6	-2.4	-2.3	-2.2	-2.1	-2.0	-1.9	-1.7
Balance Fiscal SPC (% del PIB)	-3.3	-2.0	0.3	-0.9	-1.4	-3.4	-2.2	-3.0	-2.5	-2.2
Deuda bruta GNC (% del PIB)	37.1	34.5	32.4	35.0	38.8	43.8	45.0	46.0	46.5	46.7
Deuda neta GNC (% del PIB)	35.7	32.7	31.4	32.5	35.6	41.0	42.6	43.6	44.1	44.5
Deuda bruta SPNF (% del PIB)	46.3	43.1	40.7	43.1	46.0	50.2	52.0	51.5	51.7	51.8
Deuda neta SPNF (% del PIB)	28.3	26.9	24.8	24.7	27.5	33.0	33.6	33.5	33.7	33.8
Sector externo										
Balanza comercial (USD MM)	1,559	5,359	4,023	3,181	-4,641	-13,479	-9,160	-4,766	-2,983	-2,990
Exportaciones	39,713	56,915	60,125	60,282	56,899	38,572	34,079	39,474	43,027	45,781
Importaciones	38,154	51,556	56,102	57,102	61,539	52,051	43,239	44,241	46,010	48,771
Balanza en cuenta corriente (USD MM)	-8,929	-9,854	-11,834	-12,502	-19,768	-18,586	-12,129	-10,359	-9,566	-10,198
(Como % del PIB)	-3.1	-2.9	-3.2	-3.2	-5.2	-6.4	-4.4	-3.3	-2.9	-2.9
IED neta (USD MM)	6,430	14,648	15,039	16,209	16,167	11,736	13,849	14,518	13,739	14,642
Reservas Internacionales (USD MM)	28,464	32,303	37,474	43,625	47,328	46,741	46,683	47,637	47,710	47,754
Deuda externa total (% del PIB)	22.6	22.5	21.3	24.2	26.8	37.9	42.8	40.2	38.7	38.5
Tipo de cambio (fin de período)	1,925	1,938	1,767	1,932	2,377	3,175	3,002	2,984	2,900	2,800
Tipo de cambio (promedio)	1,898	1,848	1,797	1,869	2,002	2,760	3,051	2,951	2,850	2,850

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

Banco de Crédito BCP

Daniel Velandia

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

Camilo Durán

Economista Senior
caduran@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400 Ext 1383

Felipe Guzmán

Economista Senior
fguzman@credicorpcapital.com
 # (562) 2651 9385

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
junioraguilar@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 Pesiión,
 Papel y Celulosa.
acereceda@credicorpcapital.com
 # (562) 2446 1798

Frederic Cartallier

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

COLOMBIA

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

Steffania Mosquera

Analista Senior: Infraestructura
smosquera@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400 Ext 1025

PERÚ

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

Diego Caveró

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

Juan Pablo Brosset

Analista Renta Fija
jpbroset@credicorpcapital.com
 # (511) 416 3333 Ext 36018