

Coyuntura Actual y Perspectivas Económicas

Actividad vs liquidez: el juego continúa

Credicorp Capital Macro Research

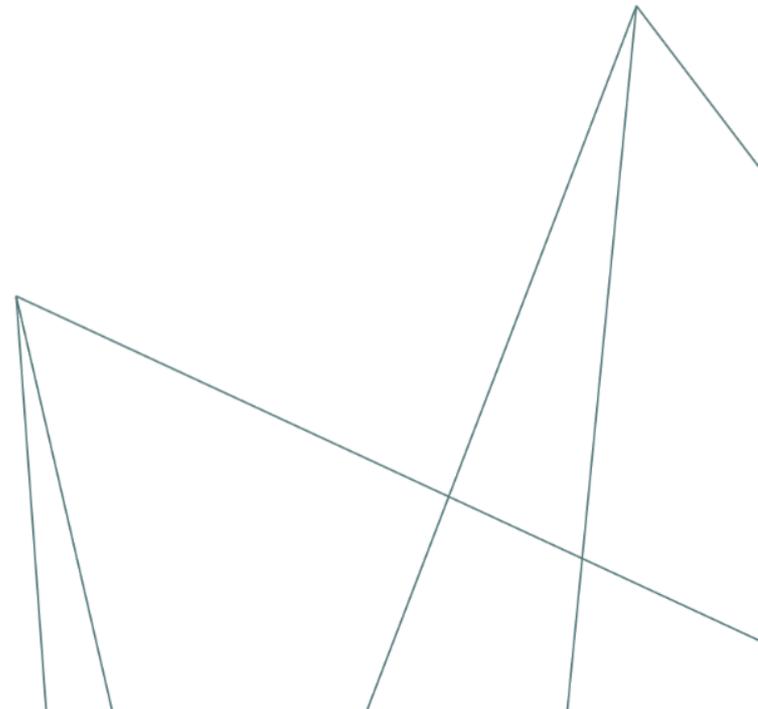
Abril de 2019

Daniel Velandia, CFA

Head de Research – Economista Jefe

(+571) 339 4400 Ext. 1505

dvelandia@credicorpcapital.com



Las proyecciones económicas han continuado recortándose en medio de restricciones comerciales y riesgos geopolíticos... y pueden seguir cayendo

- Datos débiles en Europa y factores domésticos en algunos países EM han contribuido.
- De acuerdo con el FMI, el espacio para sorpresas alcistas en la actividad se ha reducido.
- Dicho eso, el escenario base es que el crecimiento converge hacia el nuevo potencial en 2019-2020, el cual se encuentra bien por debajo del observado antes de 2008.

	PROYECCIONES DE CRECIMIENTO 2019-2020					
	Observados		Proyecciones abr-19		Cambios frente a proyección ene-2019	
	2017	2018	2019	2020	2019	2020
Mundo	3.8	3.6	3.3	3.6	↓ -0.2	→ 0.0
Economías desarrolladas	2.4	2.2	1.8	1.7	↓ -0.2	→ 0.0
EE.UU.	2.2	2.9	2.3	1.9	↓ -0.2	↑ 0.1
Zona Euro	2.4	1.8	1.3	1.5	↓ -0.3	↓ -0.2
Alemania	2.5	1.5	0.8	1.4	↓ -0.5	↓ -0.2
Francia	2.3	1.5	1.3	1.4	↓ -0.2	↓ -0.2
Italia	1.6	0.9	0.1	0.9	↓ -0.5	→ 0.0
España	3.0	2.5	2.1	1.9	↓ -0.1	→ 0.0
Japón	1.9	0.8	1.0	0.5	↓ -0.1	→ 0.0
UK	1.8	1.4	1.2	1.4	↓ -0.3	↓ -0.2
Canadá	3.0	1.8	1.5	1.9	↓ -0.4	→ 0.0
Otros desarrollados	2.8	2.6	2.2	2.5	↓ -0.3	→ 0.0
Rusia	1.5	2.3	1.6	1.7	→ 0.0	→ 0.0
China	6.9	6.6	6.3	6.1	↑ 0.1	↓ -0.1
India	6.7	7.1	7.3	7.5	↓ -0.2	↓ -0.2
América Latina y Caribe	1.3	1.0	1.4	2.4	↓ -0.6	↓ -0.1
Brasil	1.1	1.1	2.1	2.5	↓ -0.4	↑ 0.3
México	2.1	2.0	1.6	1.9	↓ -0.5	↓ -0.3
MENA	2.2	1.8	1.5	3.2	↓ -0.9	↑ 0.2
África Sub-sahariana	2.9	3.0	3.5	3.7	→ 0.0	↑ 0.1

Fuente: FMI

Principales riesgos a la baja:

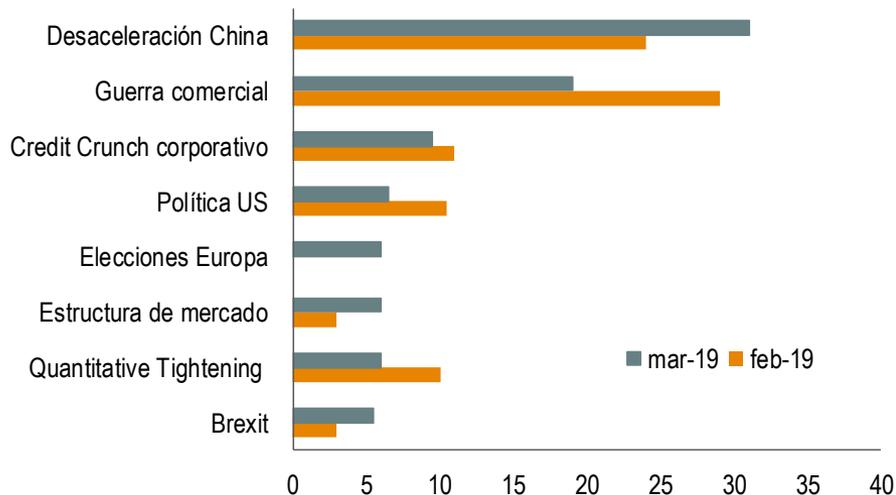
- ✓ Mayores barreras al comercio
- ✓ Fuertes salidas de flujos de EM con débiles fundamentos y mayores riesgos políticos
- ✓ Una mayor inflación a la esperada en EEUU podría conllevar a un ajuste abrupto de activos de riesgo (2006)
- ✓ El estímulo fiscal en EEUU se irá desvaneciendo a partir de 2020
- ✓ El endeudamiento está en niveles históricamente altos

Una vez marzo ha llegado a su fin, el balance de riesgos debería despejarse en mayor medida

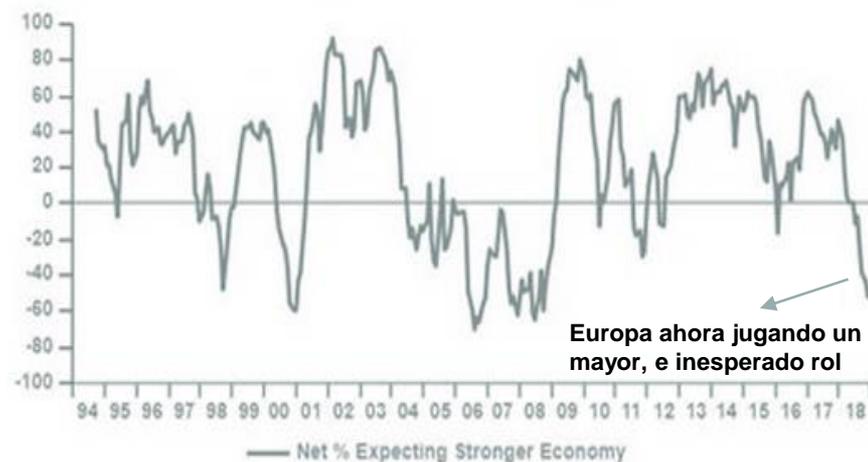
- “Wake me up when March ends”:

- ✓ Guerra comercial EEUU - China: mejores expectativas aunque aún lejos de un acuerdo integral
- ✓ Salida de UK de la Unión Europea: el escenario base de extensión seguramente se materializará
- ✓ Senda esperada de tasas Fed: finalmente el mercado tenía razón y la Fed sorprendió a los economistas

BofA: principal riesgo actual según gestores de portafolio



BofA: ¿cómo cree que la economía global se comportará en los próximos doce meses?

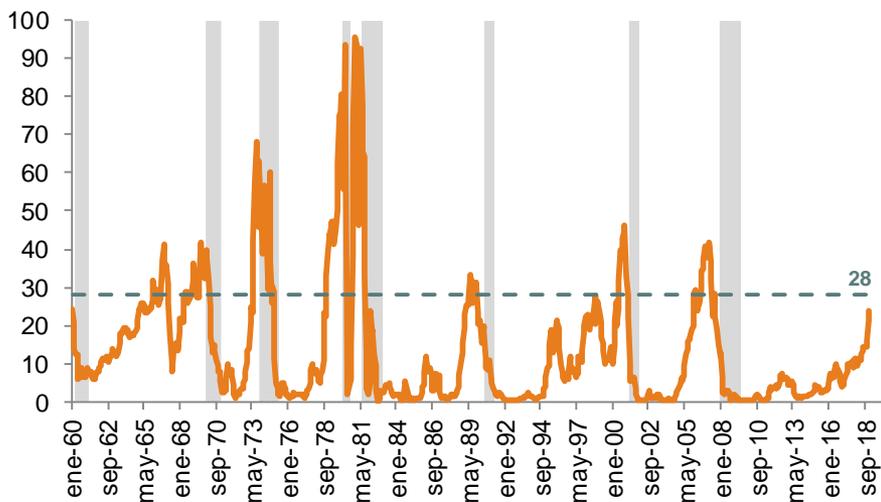


Fuente: Bloomberg, BofA, Federal Reserve of St. Louis, Credicorp Capital

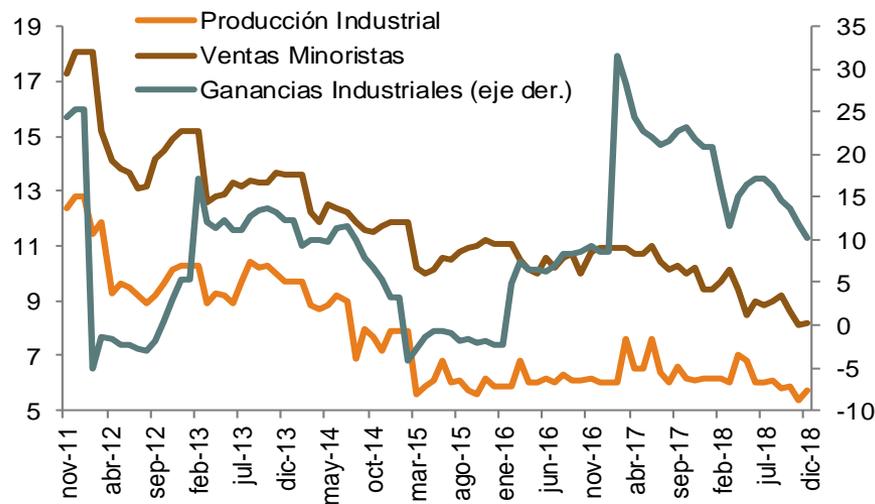
Así, los riesgos sobre la actividad (y el comportamiento de los mercados en 4T18) llevaron a la Fed a cambiar en 180° su postura en solo unos meses

- ¿La Fed lidera a los mercados o los mercados a la Fed?
- Creemos que el cambio de postura de la Fed se explica por el temor de materialización de una ‘profecía autocumplida’.
- China será clave, ya ha tomado medidas: recorte aranceles bienes de consumo, reducción IVA a industria, aumento gasto infraestructura, aumento umbral IR, deducciones al IR.

FED de NY: Probabilidad de recesión (%)



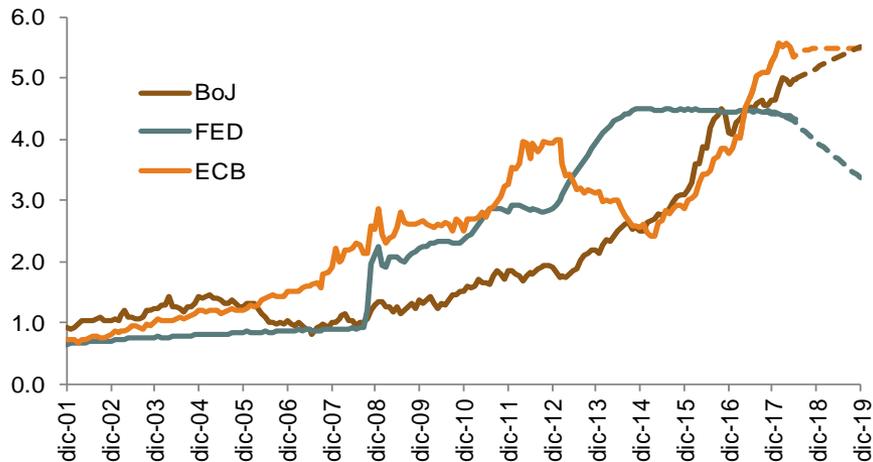
China: Indicadores macroeconómicos (var.% a/a)



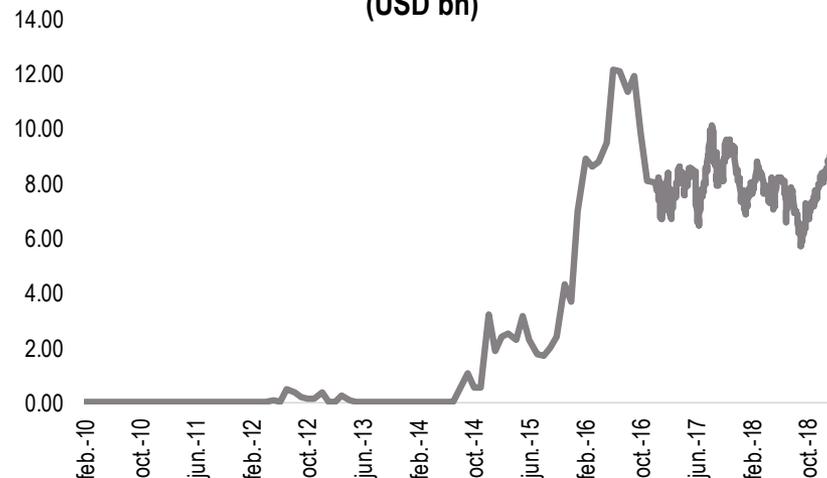
Fuente: Bloomberg, Fed NY, Credicorp Capital

La tendencia de búsqueda por rendimientos está oficialmente de regreso: IIF

Hoja de Balance de principales Bancos Centrales (USD billones)



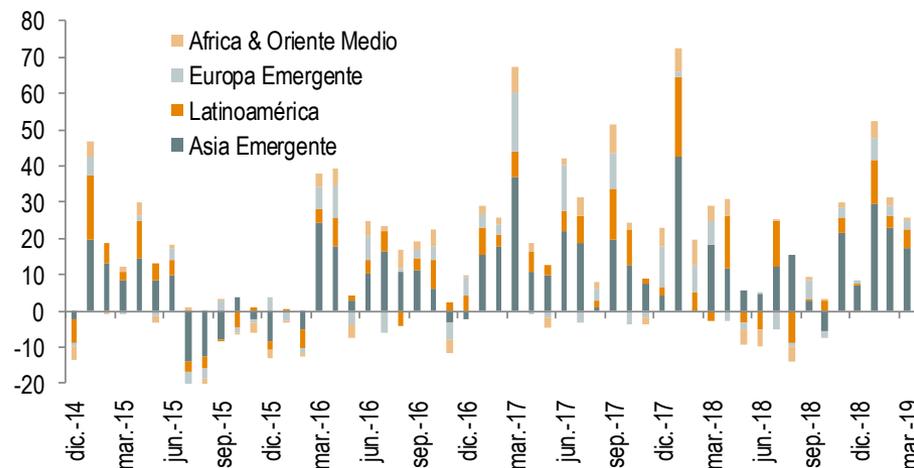
Outstanding de bonos cotizando con tasa negativa (USD bn)



Matriz de yields deuda soberana

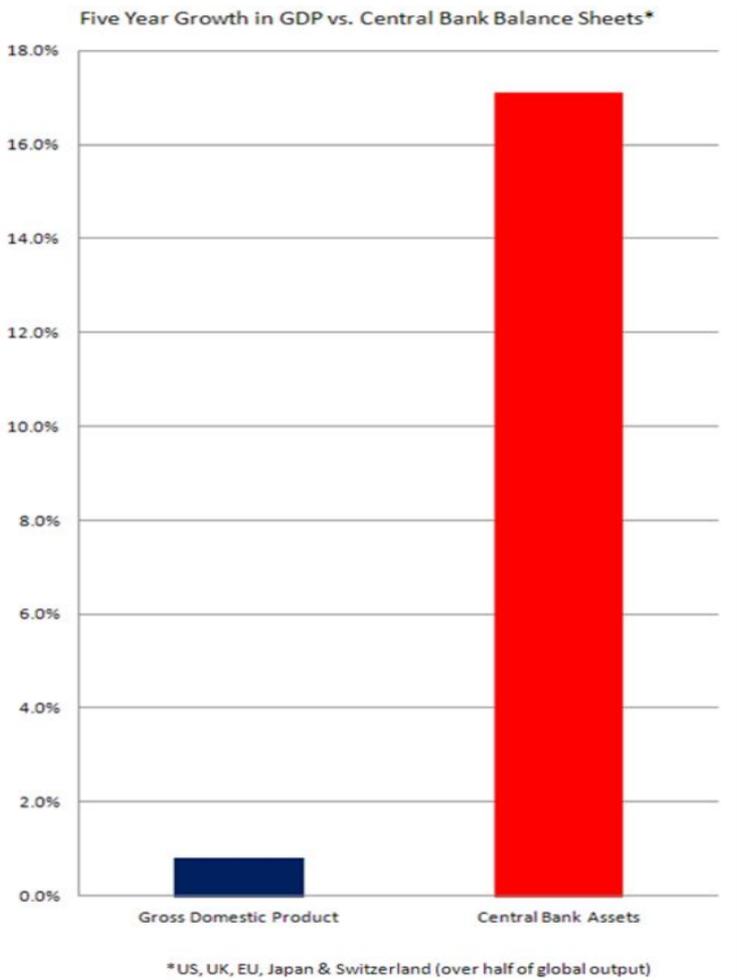
Country	6-Mo	1-Year	2-Year	3-Year	4-Year	5-Year	6-Year	7-Year	8-Year	9-Year	10-Year	20-Year	30-Year
Switzerland	-0.87	-0.66	-0.77	-0.72	-0.67	-0.60	-0.57	-0.51	-0.46	-0.39	-0.30	0.14	0.24
Japan	-0.22	-0.16	-0.16	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17	-0.14	-0.09	-0.04	0.40	0.58
Germany	-0.52	-0.55	-0.55	-0.53	-0.48	-0.37	-0.29	-0.21	-0.17	-0.08	0.08	0.46	0.75
Denmark	-0.60		-0.58	-0.53		-0.37			-0.21		0.17		1.02
Netherlands	-0.52		-0.54	-0.46	-0.33	-0.26	-0.13	-0.04	0.08	0.17	0.28	0.57	0.80
Finland			-0.49	-0.46	-0.31	-0.19	-0.09		0.05		0.32		1.01
Belgium	-0.52	-0.53	-0.50	-0.43	-0.29	-0.20	-0.05	0.15	0.29	0.37	0.54	1.24	
Austria		-0.49	-0.48	-0.35	-0.26	-0.14	-0.03	0.12	0.19	0.28	0.40	0.85	1.17
France	-0.55	-0.51	-0.46	-0.37	-0.27	-0.17	-0.05	0.02	0.20	0.34	0.46	1.17	1.53
Sweden	-0.40		-0.41			-0.14		0.03			0.32	0.97	
Ireland		-0.41			-0.18	-0.03	0.13				0.67	1.31	1.53
Slovakia			-0.06			0.03	0.09		0.46	0.69	0.74		
Spain	-0.36	-0.31	-0.18	-0.12	0.03	0.14	0.39	0.60	0.78	0.95	1.20	1.83	2.37
Portugal	-0.34	-0.32	-0.23	-0.08	0.11	0.25	0.62	0.80	0.97	1.17	1.31	2.10	2.41
Malta	-0.21	-0.18	-0.07			0.20					0.99	1.75	
Slovenia		-0.26	-0.35			0.07		0.30		0.49	0.79		
Bulgaria		-0.10		0.04		0.20		0.51			0.74		
Italy	-0.15	0.02	0.21	0.65	1.16	1.44	1.76	2.04	2.05	2.32	2.50	3.34	3.58
United States	2.51	2.52	2.44	2.40		2.41		2.50			2.60		3.02

Flujos de portafolio a EM

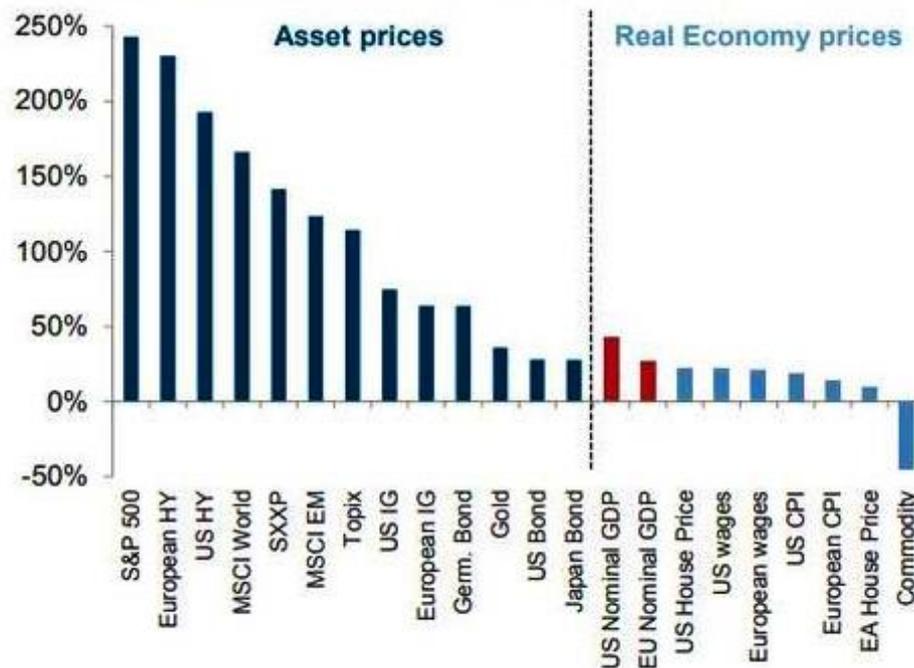


¿Hasta cuándo? La misma pregunta de los últimos casi 10 años

Hoja de Balance de principales Bancos Centrales vs PIB



Retorno total en moneda local desde Ene-09

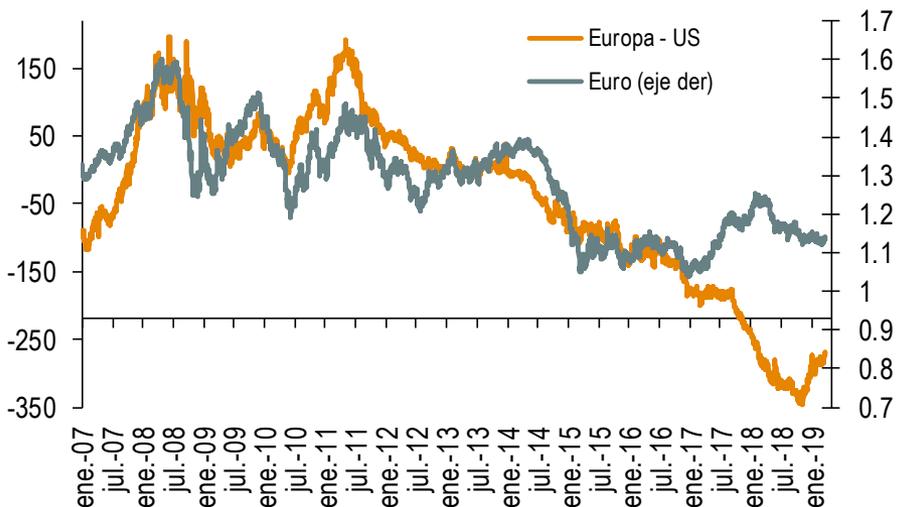


Fuente: GS, Daniel Lacalle, Credicorp Capital

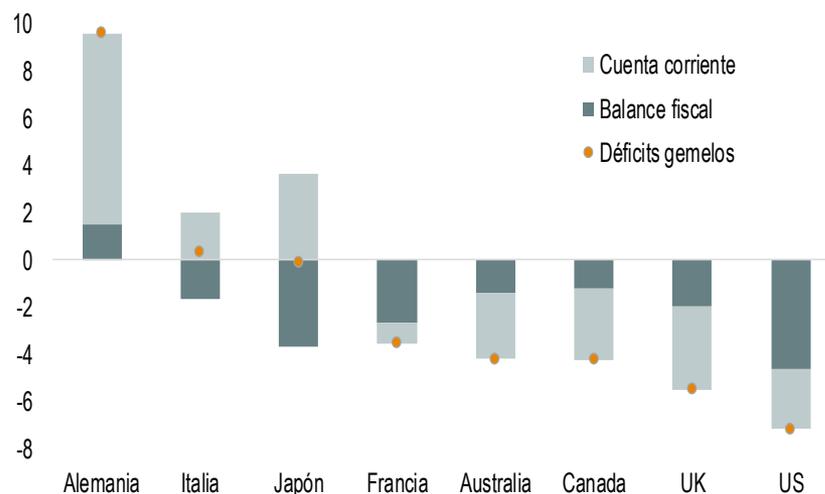
Desde el lado teórico y empírico, el cambio de postura de la Fed fortalece el caso de pérdida de valor del USD en los próximos trimestres/años

- Finalización de ciclo de alza de tasas, menor crecimiento esperado (i.e. necesidad de ser más competitivo) y *twin déficits*, soportarían la expectativa de un dólar menos fuerte hacia adelante.
- Por supuesto, un incremento de la aversión al riesgo es el principal factor al alza sobre el USD.**

Factor al alza sobre USD: diferencial de tasas esperado y Euro



Factor a la baja sobre USD: balances externo y fiscal (% del PIB)



Fuente: Bloomberg, BCCh, FMI, Credicorp Capital

Compartimos en buena medida las expectativas del consenso (esperamos que el COP se acerque a 3.000 hacia fin de año) .

	Proyecciones de tipo de cambio				
	Actual	2019		2020	
		Hace un mes	Actual	Hace un mes	Actual
Dólar (DXY)	96.6	87.8	94.2	87.9	89.9
Euro (EURUSD)	1.1	1.23	1.17	1.27	1.22
Libra (GBPUSD)	1.3	1.38	1.36	1.41	1.44
Yen (USDJPY)	111.5	108	108	107	105
Renminbi (USDCNY)	6.7	6.70	6.70	6.70	6.70
Peso Argentino	40.0	47.53	47.71	54.78	55.21
Real Brasileño	3.8	3.78	3.75	3.83	3.81
Peso Chileno	668.7	667	664	657	655
Peso Colombiano	3120.0	3142	3121	3110	3134
Peso Mexicano	19.2	20.31	20.09	20.63	20.45
Sol Peruano	3.3	3.35	3.34	3.36	3.35

COLOMBIA

Esperamos que una recuperación gradual de la economía continúe

Colombia: no tan vulnerable como otras economías emergentes

Balance fiscal del Gobierno General (% del PIB)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Brazil	-2.5	-2.5	-3.0	-5.4	-10.3	-9.0	-7.8	-8.6
Argentina	-2.7	-3.0	-3.3	-4.3	-6.0	-6.6	-6.7	-5.4
South Africa	-4.1	-4.4	-4.3	-4.3	-4.8	-4.1	-4.6	-4.6
Turkey	-0.7	-1.8	-1.5	-1.4	-1.3	-2.3	-2.3	-4.0
Mexico	-3.3	-3.7	-3.7	-4.5	-4.0	-2.8	-1.1	-2.5
Peru	2.1	2.3	0.9	-0.3	-2.1	-2.6	-3.1	-2.5
Colombia	-2.0	0.3	-0.9	-1.4	-3.4	-2.2	-2.4	-2.0
Chile	1.3	0.6	-0.6	-1.6	-2.2	-2.7	-2.8	-1.7

Balance en cuenta corriente (% del PIB)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Turkey	-8.9	-5.5	-6.7	-4.7	-3.7	-3.8	-5.6	-5.7
Colombia	-2.9	-3.1	-3.3	-5.2	-6.3	-4.3	-3.3	-3.8
Argentina	-1.0	-0.4	-2.1	-1.6	-2.7	-2.7	-4.9	-3.7
South Africa	-2.2	-5.1	-5.8	-5.1	-4.6	-2.8	-2.5	-3.2
Chile	-1.6	-3.9	-4.0	-1.7	-2.3	-1.4	-1.5	-2.7
Peru	-1.8	-2.8	-4.6	-4.4	-4.8	-2.7	-1.2	-1.5
Brazil	-2.9	-3.0	-3.0	-4.2	-3.3	-1.3	-0.5	-1.3
Mexico	-1.1	-1.5	-2.4	-1.8	-2.5	-2.2	-1.7	-1.3

Inflación (%)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Argentina	9.5	10.8	10.9	23.9			24.8	45.5
Turkey	10.4	6.2	7.4	8.2	8.8	8.5	11.9	20.3
Mexico	3.8	3.6	4.0	4.1	2.1	3.4	6.8	4.8
South Africa	6.2	5.7	5.4	5.3	5.3	6.7	4.7	4.5
Brazil	6.5	5.8	5.9	6.4	10.7	6.3	2.9	3.8
Colombia	3.7	2.4	2.0	3.7	6.9	5.8	4.1	3.1
Chile	4.4	1.5	2.9	4.7	4.4	2.8	2.3	2.6
Peru	4.7	2.6	2.9	3.2	4.4	3.2	1.4	2.2

RRII/ deuda externa de corto plazo + déficit en cuenta corriente

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Turkey	0.5	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7	0.5	0.5
Argentina	1.0	1.1	0.6	0.8	0.4	0.8	0.6	0.8
South Africa	1.6	1.0	0.9	0.8	0.9	1.1	1.0	1.0
Chile	1.9	1.3	1.4	1.9	2.1	2.4	1.8	1.2
Colombia*	1.6	1.7	1.9	1.5	1.5	2.0	2.1	1.8
Mexico	2.2	1.7	1.4	1.7	1.8	2.3	2.4	2.6
Brazil	3.0	3.5	3.3	2.2	3.2	4.6	6.1	4.4
Peru	5.2	4.5	4.1	3.9	3.8	4.7	5.7	5.1

* The indicator reaches 2.2x with the Credit Flexible Line of the IMF

Fuente: IMF, BIS, Bloomberg, Credicorp Capital projections

Ya se ha empezado a materializar la perspectiva de una mayor inversión en medio de una menor incertidumbre política

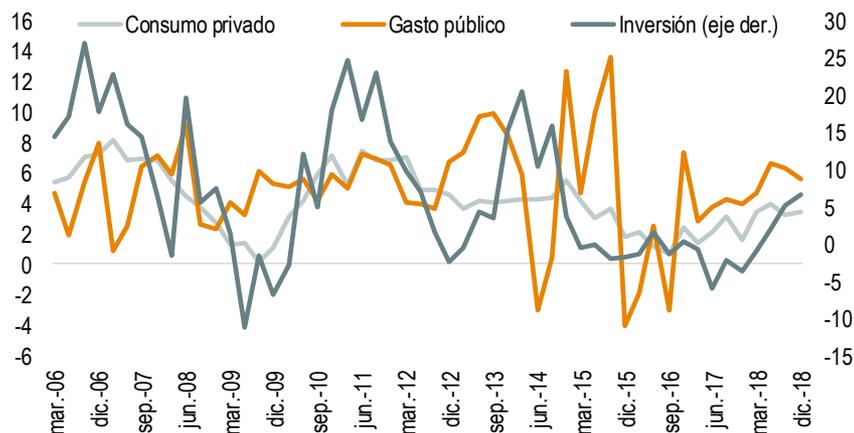


Fuente: Credicorp Capital

La economía duplicó su ritmo de expansión en 2018, aunque se mantiene por debajo de su potencial

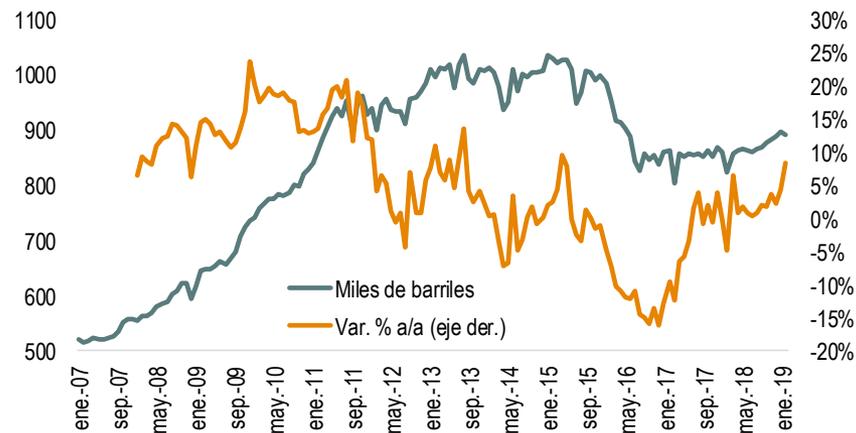
- La economía colombiana creció 2.7% el año pasado, bastante por encima del 1.4% del 2017 (que fue revisado a la baja desde 1.8%), que fue el menor ritmo desde la crisis global del 2008.
- Como se esperaba, la actividad económica ganó tracción en el 2S18 luego de las elecciones, liderada por la inversión. De hecho, ésta creció 5.9% en el 2S18, desde el +0.6% del 1S18. La cifra del año se ubicó en +3.5%, lo que fue una sorpresa positiva.
- El consumo privado también superó nuestras expectativas el año pasado (3.5% vs 3.0%).
- Así, la demanda interna se expandió 3.8%, su mayor ritmo desde 2014. Mantenemos nuestro pronóstico de crecimiento del PIB de 2019 en 3.3% mientras que fijamos la proyección de 2020 en 3.2%.

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



Fuente: DANE, Credicorp Capital

Producción de petróleo en Colombia (kbpd; var. % a/a)

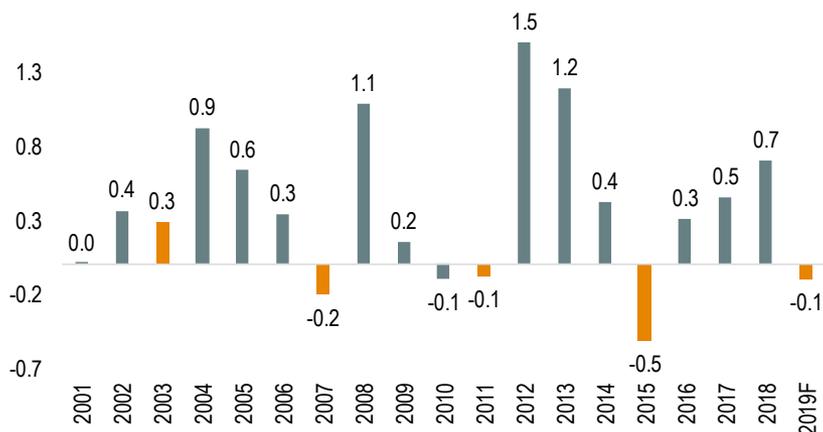


Fuente: ANH, Credicorp Capital.

La inversión será el principal motor de crecimiento este año

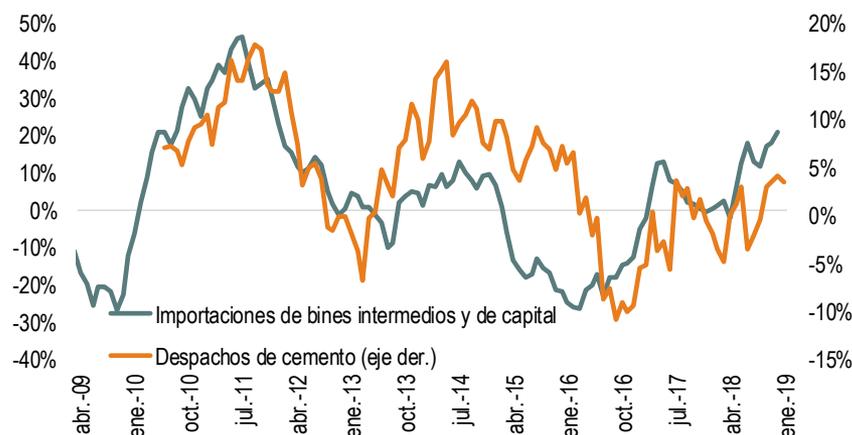
- Las elecciones regionales de oct-19 jugarán un papel relevante, lo que será reforzado además por el aumento significativo de las regalías para el periodo 2019-2020: USD ~8,000 (3% del PIB).
- Algunas estimaciones sugieren que el gasto en Bogotá superaría el 1% del PIB en 2019.
- Por el lado privado, también esperamos una aceleración relevante en medio de: i) mayor confianza, ii) reducción significativa de la carga tributaria (~1% del PIB a 2020), iii) mayor inversión en petróleo (+15% en el capex de Ecopetrol), y iv) recuperación gradual del sector de edificaciones.
- Esperamos que la inversión crezca 5.5% en 2019, desde 3.5% en 2018 en 2018 y 4.3% en 2020.

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



Fuente: MinHacienda, Credicorp Capital

Importaciones asociadas a inversión y despachos de cemento (var. % a/a)

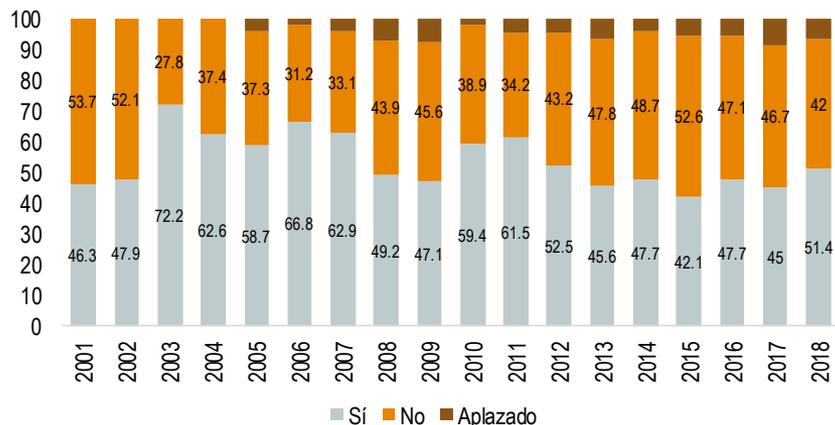


Fuente: DANE, Credicorp Capital

Datos de la industria y ventas de vehículos también respaldan nuestra perspectiva

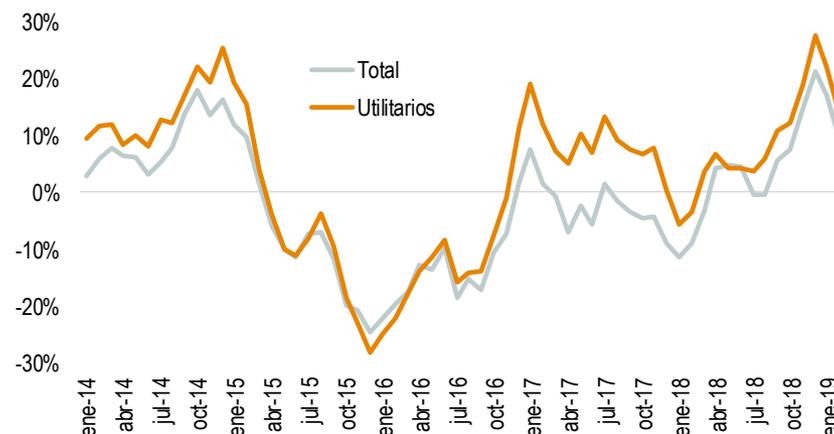
- La Encuesta de Opinión Industrial de la ANDI muestra que el 51.4% de los encuestados está realizando o va a realizar proyectos de inversión este año, el nivel más alto desde el 2012 (52.5%).
- El principal objetivo de los proyectos de inversión de la industria actualmente es la modernización tecnológica.
- Las expectativas positivas sobre la inversión ya se ven reflejadas en indicadores líderes como la compra de vehículos utilitarios.

Empresas con proyectos de inversión productiva (%)



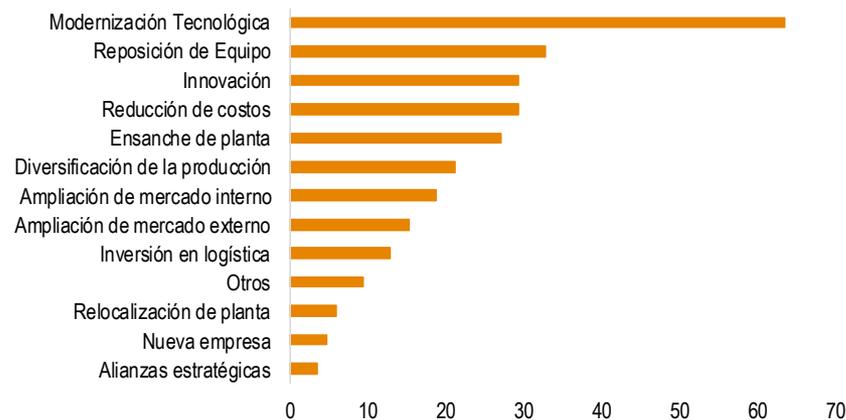
Fuente: MinHacienda, Credicorp Capital

Venta de vehículos (var. % a/a)



Fuente: DANE, Credicorp Capital

Objetivos de los proyectos de inversión

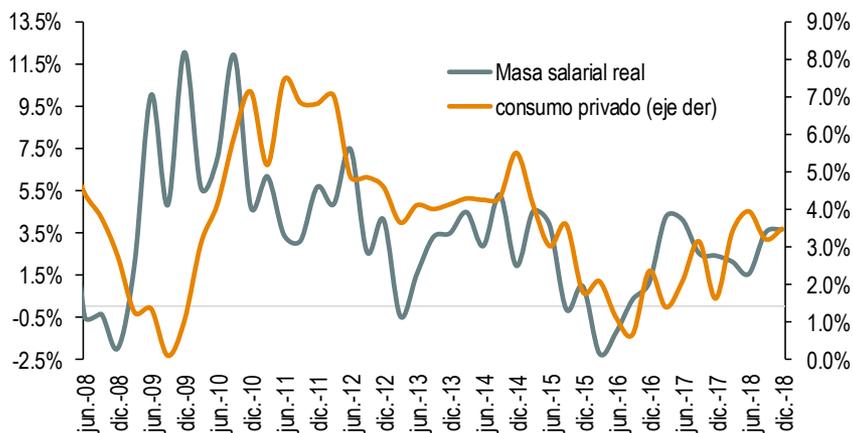


Fuente: DANE, Credicorp Capital

El consumo privado ha sorprendido al alza. Esperamos que se mantenga una tendencia de recuperación

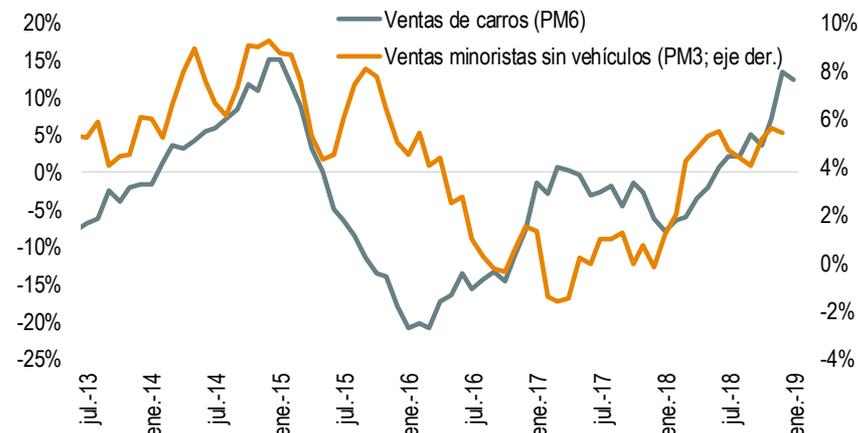
- El consumo privado creció 3.5% a/a en el 4T18, acelerándose desde el 3.2% del 3T18 y muy por encima del 4T17 (1.6% a/a), con los bienes durables jugando un rol importante. De hecho, las ventas de automóviles aumentaron un 28.5% a/a durante ese periodo, el más alto desde jun-11.
- Teniendo en cuenta que la reforma tributaria aprobada no incorporó medidas que afecten a las familias de ingresos medio y bajos, la confianza del consumidor debería seguir recuperándose en el futuro.
- Esperamos que el consumo privado se acelere este año a 3.7% (2020E: 3.4%), en medio de tasas de interés e inflación aún bajas, un mercado laboral relativamente resistente y del aumento de 6% en el salario mínimo, el más alto en términos reales en los últimos 25 años.

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



Fuente: BanRep, DANE, Credicorp Capital

Ventas de carros y minoristas sin vehículos (var. % a/a)

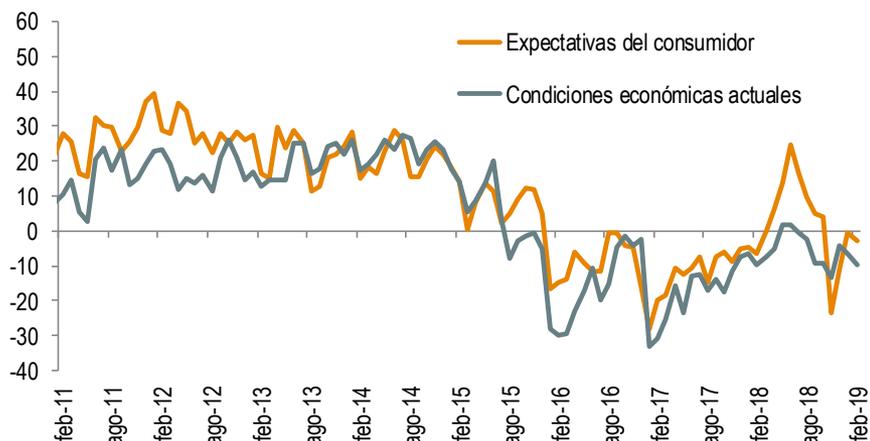


Fuente: DANE, ANDI, Credicorp Capital

En todo caso, el comportamiento de la confianza es factor clave para monitorear

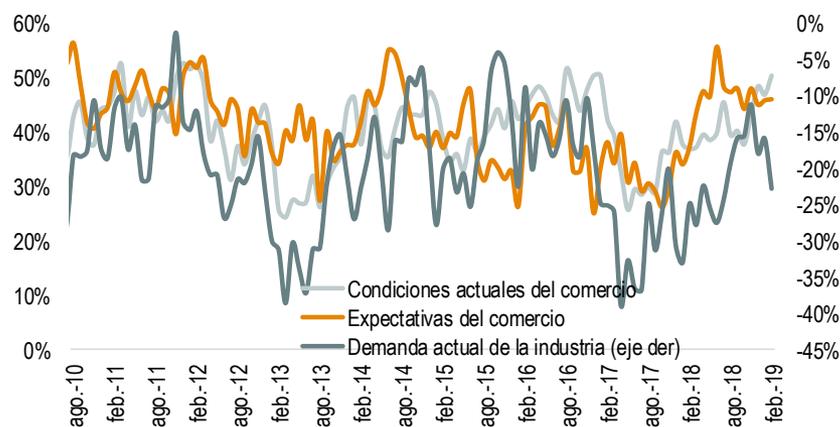
- Si bien se mantiene débil, la confianza del consumidor ha mostrado señales de recuperación modesta recientemente, luego del deterioro generado por el debate de la reforma tributaria. De cualquier manera, este indicador ha perdido relación con los fundamentales del consumo privado en trimestres recientes.
- Por su parte, la confianza empresarial permanece en niveles altos, con la menor incertidumbre política y la reducción en impuestos corporativos jugando un papel importante.
- De hecho, la confianza comercial se encuentra en niveles máximos no observados desde 2006.

Índice de confianza del consumidor (%)



Fuente: Fedesarrollo, Credicorp Capital

Confianza empresarial (%)

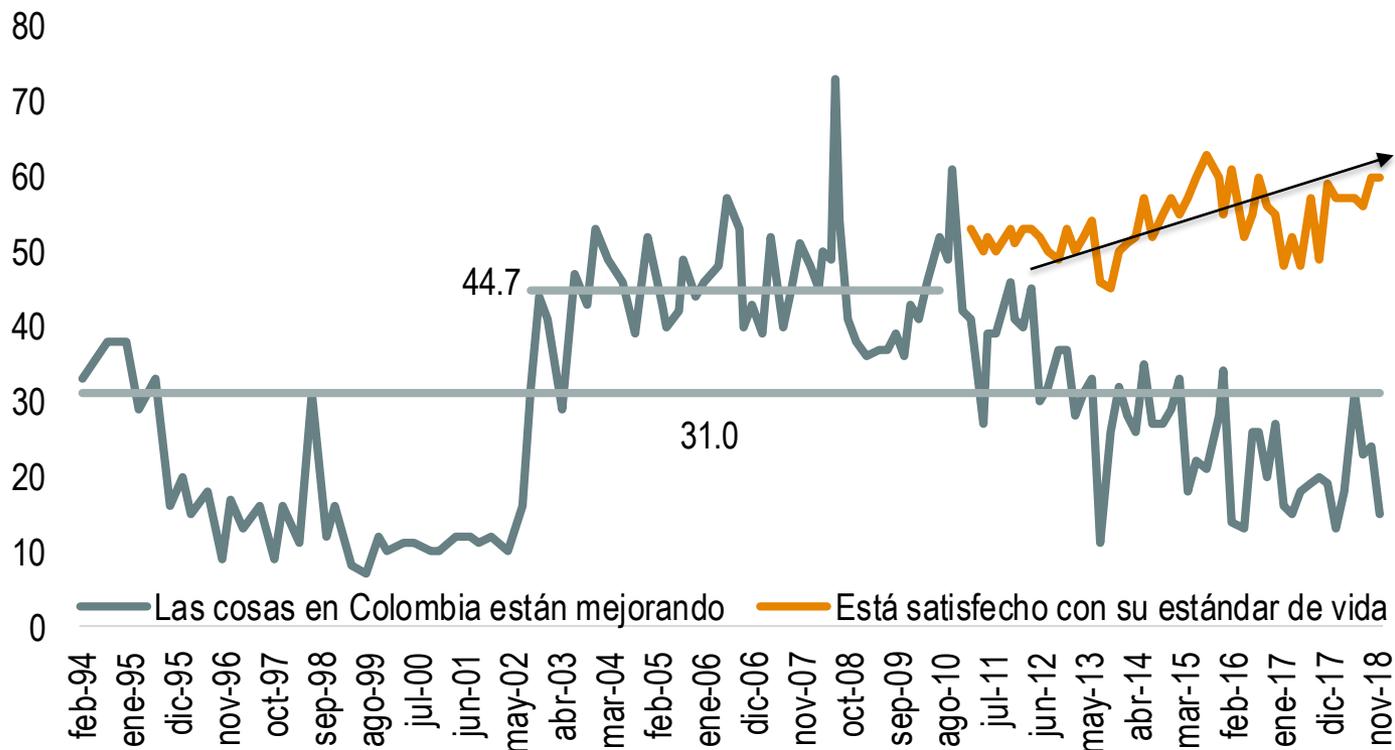


Fuente: Fedesarrollo, Credicorp Capital

Sin duda, los desafíos siguen siendo altos, lo que mantiene expectativas moderadas para el mediano/largo plazo

Ahora, ¿el pesimismo es nuestra condición natural? – ¿Nos estamos desenfocando?

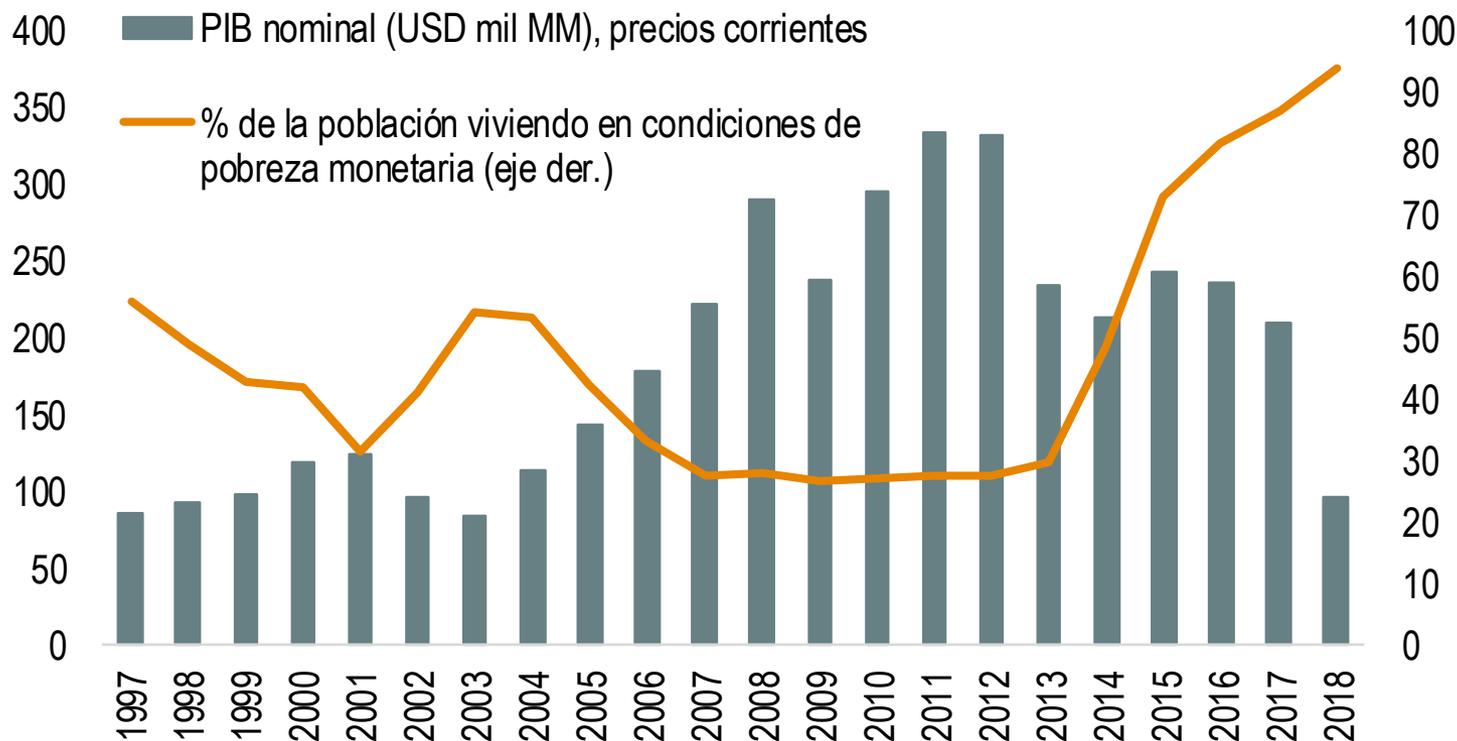
En general, ¿cree usted que las cosas en Colombia están mejorando o empeorando?



Fuente: Gallup

Ante un potencial cambio de gobierno en Venezuela (🙌), las oportunidades serán amplias pero el impacto tal vez muy gradual. Es una cuestión de *timing*

Venezuela: PIB nominal en USD y pobreza monetaria

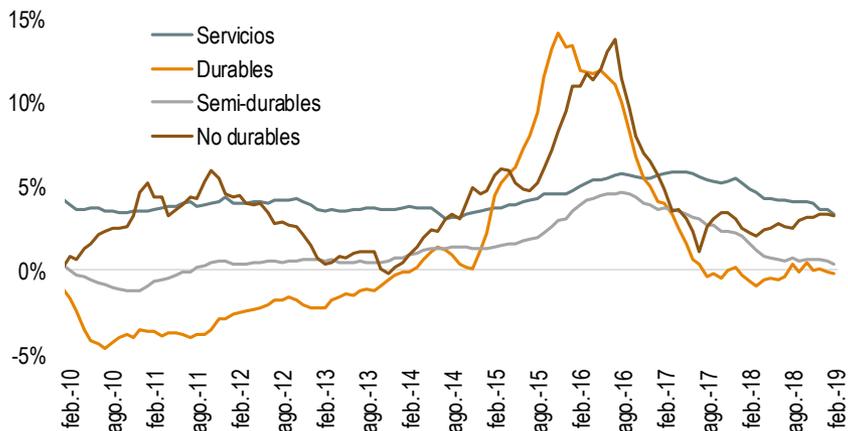


Fuente: FMI, Banco Mundial, ENCOVI 2017 y 2018

Los riesgos sobre la inflación ahora están sesgados a la baja, contrario a lo observado en 4T18

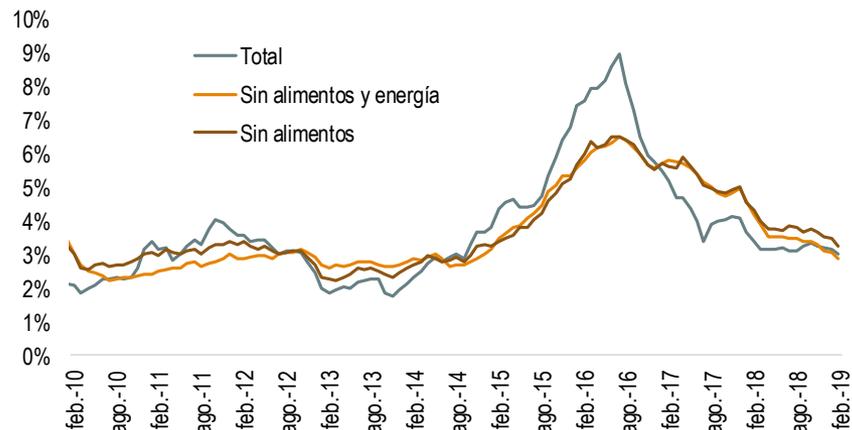
- Después de cerrar el 2018 en 3.18%, la inflación anual alcanzó 3.01% en feb-19, su nivel más bajo desde sep-14 y apenas por encima de la meta de 3% del BanRep.
- El comportamiento de los precios sugiere que los riesgos alcistas identificados a finales de 2018 se están desvaneciendo: i) imprevista depreciación del COP en 4T18, ii) un efecto moderado de lo propuesto en la reforma tributaria, iii) fuerte incremento del salario mínimo, y iv) fenómeno de El Niño en 1T19.
- La expectativa de una mayor persistencia en la inflación bajo la nueva canasta del IPC también respalda la perspectiva de menor inflación hacia adelante.
- Así, recientemente retornamos a nuestro pronóstico previo de inflación para 2019 de 3.3% desde 3.6%.

Inflación por tipo de bienes (var. % a/a)



Fuente: MinHacienda

Inflación núcleo (var. % a/a)



Fuente: MinHacienda, Credicorp Capital

Nueva canasta del IPC implicará mayor persistencia y menor volatilidad

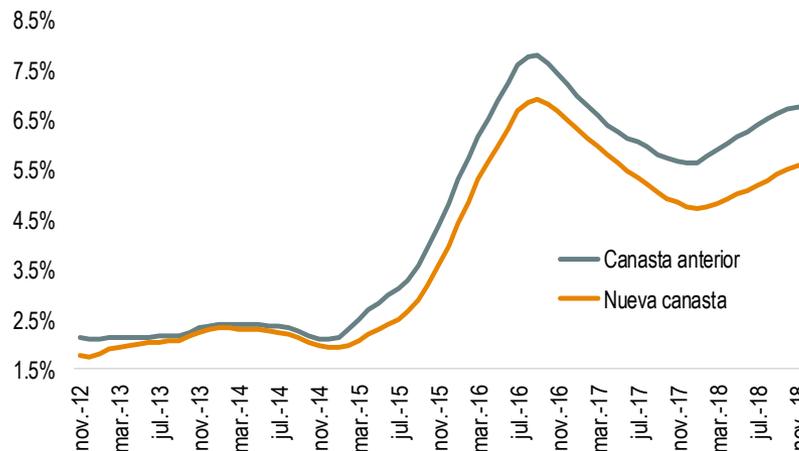
- Tras la publicación de la nueva canasta, hicimos un análisis de como se hubiera comportado la inflación en los últimos 10 años con la nueva composición. Las principales conclusiones fueron:
 - ✓ La inflación anual hubiera sido, en promedio, 5pb más alta que lo efectivamente observado.
 - ✓ La volatilidad será menor.
 - ✓ Los mecanismos de indexación serán más fuertes (i.e. mayor persistencia).
 - ✓ La inflación será más concentrada dentro de los productos de la casta.
 - ✓ La sensibilidad a choques climáticos y de tasa de cambio será menor.
 - ✓ La estacionalidad de los primeros cuatro meses del año será más débil.

IPC: descomposición por tipo de bienes (Cálculos BanRep - %)

	Canasta anterior	Nueva canasta	Cambio
Alimentos	28.2%	23.8%	-4.5%
Transables	26.0%	18.9%	-7.1%
No transables	30.5%	42.3%	11.8%
Regulados	15.3%	14.9%	-0.3%
Sin alimentos	71.8%	76.2%	4.4%
Sin alimentos ni regulados	56.5%	61.3%	4.7%

Fuente: DANE, BAnRep

Volatilidad de la inflación anual total (%; anualizado)

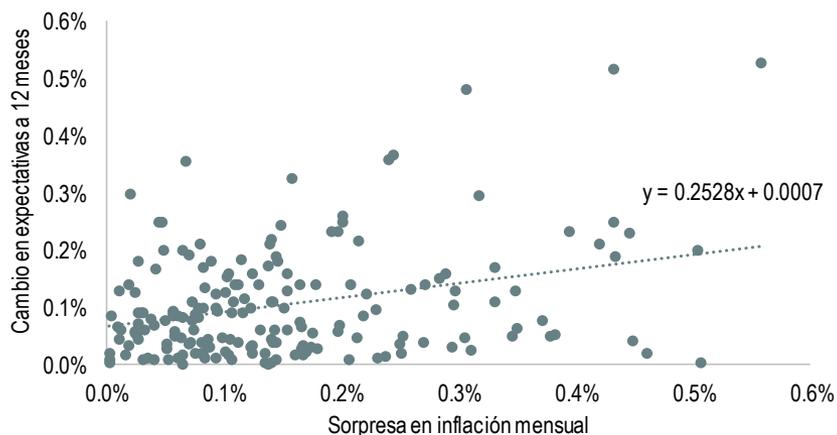


Fuente: DANE, Credicorp Capital

Menor inflación + excesos de capacidad = el BanRep mantendría tasas por más tiempo. El DCC será un factor a monitorear

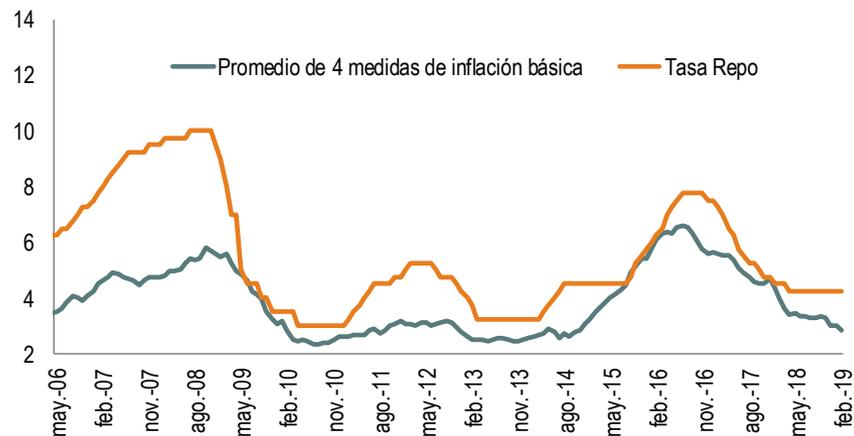
- Una inflación menor a la esperada anteriormente y un cierre gradual de la brecha de producto, proporcionarán un espacio adicional al BanRep para seguir estimulando la actividad económica.
- Ahora esperamos un sólo incremento de la tasa de referencia por parte del BanRep este año (vs tres anteriormente), el cual se llevaría a cabo en el 2S19.
- El déficit en cuenta corriente (DCC) debería comenzar a ser un factor relevante en la función de reacción del BanRep, ya que este se acerca al nivel de 4% del PIB. Dicho esto, J. Echavarría mencionó recientemente que, si bien esto es reflejo de vulnerabilidad, el DCC no es una fuente de preocupación de corto plazo, pues debería ser financiado cómodamente por IED.
- El deterioro de las cuentas externas, la inflación cerca de la meta y el crecimiento económico acercándose a su potencial en 2019, justifican una tasa de referencia neutral para el próximo año.

La nueva canasta del IPC también tendrá un efecto sobre la política monetaria



Fuente: BanRep, Credicorp Capital

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

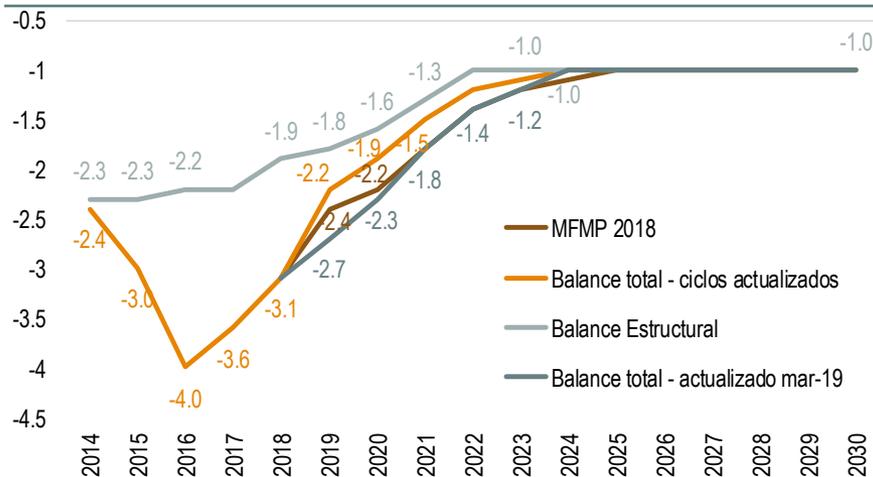


Fuente: DANE, BanRep, Credicorp Capital.

La reforma tributaria es positiva para la actividad, pero mantiene los desafíos de consolidación fiscal

- Más allá de los ingresos adicionales estimados de la reforma por 0.7% del PIB, MinHacienda asume la venta de activos no estratégicos por 0.6% del PIB para cumplir con las metas fiscales de este año.
- Por lo tanto, la combinación de mayores impuestos y la venta de activos permitiría la reducción del déficit fiscal este año como se establece en la regla, mientras que evitaría el deterioro de la inversión pública.
- El Congreso aprobó el año pasado la propuesta del nuevo gobierno de incluir gastos adicionales por 1.4% del PIB, lo cual se suponía iba a ser financiado por la reforma. Por lo tanto, si se necesitan reducciones en el gasto, el gobierno tendría que posponer (en lugar de recortar) estas nuevas partidas.
- El Comité de la Regla Fiscal otorgó espacio adicional al gobierno para que este presente un mayor déficit fiscal en 2019 (+0.3pp a 2.7% del PIB) y en 2020 (+0.1pp a 2.3% del PIB), debido a las presiones que está teniendo sobre el gasto la asistencia humanitaria dirigida a los migrantes venezolanos.

Déficit fiscal efectivo y estructural del Gobierno Central (% del PIB)



Fuente: MinHacienda, Credicorp Capital

Ingresos adicionales esperados de la reforma tributaria

		COP mil MM	% del PIB
Concepto	Detalle	2019	2019
IVA	Plurifásico cerveza y gaseosa	910	0.1
Impuesto al consumo	Venta de inmuebles con valores superiores a 26,800 UVT (2%)**	1,700	0.2
Personas Naturales	Unificación de cédulas y nuevas tarifas marginales (35%, 37%, 39%)	1,900	0.2
	Impuesto al patrimonio (1.0% para patrimonios superiores a \$5,000 m)	800	0.1
	Dividendos a residentes (15%)	452	0.0
Personas Jurídicas	Impuesto a remisión de utilidades (7.5%)	368	0.0
DIAN	Normalización 2019	1,000	0.1
Recursos Ley de Financiamiento - efectos directos		7,130	0.7

Fuente: DANE, BanRep, Credicorp Capital.

El MinHacienda está comprometido con las metas fiscales, pero se requiere una mejor coordinación

- Carrasquilla reafirmó el compromiso del gobierno con la consolidación fiscal y aseguró que no se llevará a cabo una nueva reforma tributaria en 2020. Así, afirmó que el gobierno se concentrará en recortes en el gasto (subsidios: ~10% del PIB o 40% del gasto total vs ~2.5% del PIB o 25% en 1990).
- Sin embargo, incluso después de proponer algunas medidas, el presidente ha ordenado no modificar subsidios, mientras que algunos ministros y congresistas han dicho que el debate sobre la reforma pensional debe hacerse a fondo, lo que implica que no se presentaría este año.
- Este escenario no es bueno ya que sugiere problemas de comunicación dentro del gobierno y falta de voluntad para tomar medidas impopulares bajo la polarización política actual. Dicho esto, seguimos confiando en que el gobierno hará lo necesario para mantener la consolidación fiscal al final, lo que significa que es probable que Colombia mantenga el grado de inversión.

Impacto neto esperado de la reforma para los ingresos de 2020

Fuente	Cambio vs 2019
Personas naturales	-0.1
Personas jurídicas	-0.9
Ahorro	0.1
DIAN	0.3
Venta de activos	0.2
Efecto total sobre los ingresos fiscales	-0.4
Total sin gestión fiscal, actividad, petróleo y venta de activos	-0.9

Fuente: MinHacienda, Credicorp Capital

Distribución de los principales subsidios de Colombia (2016)

Distribución por quintiles de ingreso (% del subsidio)						
	% PIB	1	2	3	4	5
Educación (incluye capacitación laboral)	2.97%	25.7%	23.4%	21.4%	18.1%	11.4%
Pensiones (incluye "Colombia Mayor")	2.31%	4.3%	7.8%	13.7%	23.4%	50.8%
Salud	1.85%	33.7%	23.6%	19.7%	15.1%	8.0%
Servicios Públicos	0.66%	21.8%	23.2%	22.9%	20.4%	11.7%
Atención a la pobreza	0.46%	33.4%	23.0%	15.0%	17.2%	11.5%
Atención a la primera infancia	0.42%	32.0%	27.2%	22.1%	15.4%	8.2%
Hogares	0.22%	11.3%	22.5%	29.6%	26.6%	10.0%
Otros	0.16%	48.7%	35.7%	7.5%	5.4%	2.6%
Distribución total	9.0%	22.4%	19.9%	18.8%	18.8%	20.2%

Fuente: DNP, Credicorp Capital

El COP permanecerá sensible a factores externos. Seguimos esperando un cierre de COP 3,000

Balanza de pagos (USD MM)

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
PIB nominal (USD MM)	293,321	283,148	314,458	330,083	342,149	370,470
Cuenta Corriente	-18,564	-12,027	-10,296	-12,661	-13,810	-14,195
% del PIB	-6.3%	-4.2%	-3.3%	-3.8%	-4.0%	-3.8%
Bienes y servicios	-18,267	-12,679	-8,488	-9,125	-11,698	-12,307
Bienes	-13,479	-9,148	-4,571	-5,316	-7,755	-8,479
Exportaciones	38,572	34,091	39,676	44,316	45,203	46,333
var. %	-32.2%	-11.6%	16.4%	11.7%	2.0%	2.5%
Importaciones	52,051	43,239	44,247	49,633	52,958	54,811
var. %	-15.4%	-16.9%	2.3%	12.2%	6.7%	3.5%
Servicios	-4,789	-3,531	-3,917	-3,809	-3,943	-3,828
Exportaciones	7,426	7,771	8,461	9,457	10,119	10,726
var. %	3.8%	4.6%	8.9%	11.8%	7.0%	6.0%
Importaciones	12,215	11,302	12,378	13,266	14,062	14,554
var. %	-15.0%	-7.5%	9.5%	7.2%	6.0%	3.5%
Renta Factorial	-5,727	-5,228	-8,405	-11,141	-10,250	-10,352
var. %	-54.3%	-8.7%	60.8%	32.6%	-8.0%	1.0%
Transferencias	5,430	5,880	6,596	7,605	8,138	8,463
var. %	17.5%	8.3%	12.2%	15.3%	7.0%	4.0%
Cuenta de Capital	18,243	12,275	9,644	11,981	13,829	14,176
Inversión Directa	7,505	9,333	10,147	5,888	9,329	10,076
Ingresos	11,723	13,850	13,836	11,010	12,229	12,976
Egresos	4,218	4,517	3,690	5,122	2,900	2,900
Inversión de Portafolio	9,166	4,839	1,617	-1,222	1,500	900
Ingresos	8,691	10,029	7,817	349	3,300	2,700
Egresos	-475	5,190	6,200	1,571	1,800	1,800
Créditos y deuda	-3,943	2,353	1,246	-8,567	3,000	3,200
Cambio en activos de reserva	415	165	513	1,187	19	-19

Fuente: Credicorp Capital

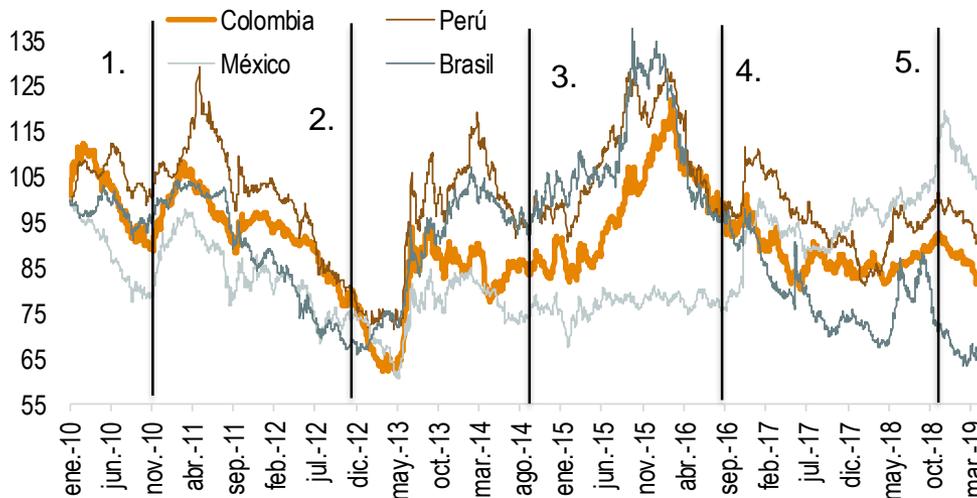
- Creemos que resultados favorables en eventos externos podrían llevar al COP a alcanzar niveles de COP 3,020 - 3,050 en el corto plazo. Esto estaría respaldado por las monetizaciones en las próximas semanas para pagos de impuesto de renta en abr-19.
- Además, Ecopetrol distribuirá aproximadamente USD 4,200 MM en dividendos este año, los cuales serán pagados en tres cuotas, la primera de las cuales será en abr-19 (USD ~1,300 MM).
- De acuerdo con nuestra mesa de divisas, factores técnicos sugieren que el COP podría alcanzar los niveles mencionados anteriormente bajo un escenario externo favorable. Nuestros modelos de corto plazo apuntan a un valor fundamental cercano a COP 3,085.
- Mantenemos nuestra estimación de COP 3,000 para final de año, basándonos en: i) un precio promedio del Brent de USD 65, ii) mayor claridad respecto a los principales riesgos para la economía global, iii) altos flujos de IED; y iv) permanentes flujos de portafolio.
- En cualquier caso, reconocemos que las cuentas externas siguen siendo el talón de Aquiles. Vale la pena señalar que el DCC alcanzó el 3.8% del PIB en 2018, como resultado del deterioro de la balanza comercial y la renta factorial (2019E: 4.0% del PIB).

Mercado Renta Fija Local

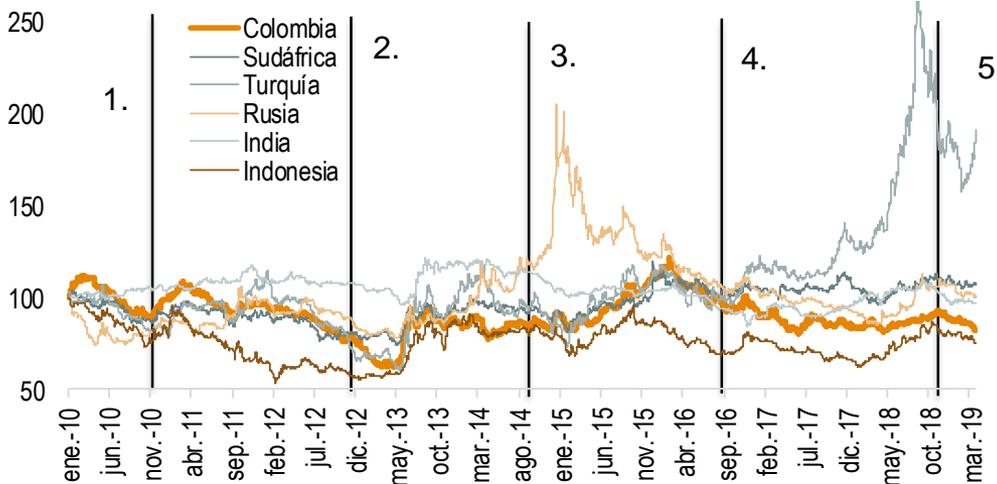
A pesar de la reactivación de la demanda de extranjeros por TES, la inflación local ha sido su principal determinante recientemente

TES vs otros EM: los retos no han cambiado; el desempeño de los TES tampoco

Índices del GBI-EM Latam (100 = 31-dic-2009)



Índices del GBI-EM otros EM (100 = 31-dic-2009)



Reformas tributarias:

1. 2010: deducciones al sector corporativo.
2. Parafiscales
3. Aumento carga tributaria a corporativos.
4. IVA
5. Disminución carga tributaria a corporativos + aumento impuestos personas alto ingreso

Fuente: JP Morgan, Bloomberg, Credicorp Capital

Recomendaciones último mes

- Teniendo en cuenta nuestro cambio reciente de pronósticos de inflación y política monetaria para este año, hemos moderado nuestras expectativas de aplanamiento de la curva, tendencia que se venía presentando desde finales del año pasado y que se ha revertido parcialmente en este 2019.
- Considerando el afianzamiento de la postura expansiva de los principales bancos centrales del mundo en semanas recientes, mantenemos nuestra recomendación de sobre-ponderar la parte media de la curva TES COP, específicamente a través los títulos con vencimiento en Jul-24 y Ago-26.
- Finalmente, ante un ritmo dinámico de colocaciones y unos spreads que se han mantenido estables en niveles atractivos, mantenemos nuestra recomendación de posicionamiento en títulos TF en el universo de la deuda corporativa, con vencimientos entre 1.5 y 2 años.

Retorno total recomendaciones feb-18

Destacados renta fija	Nivel indicativo	Rentabilidad mensual
TES COP Jul-24	6.00%	0.86%
TES UVR Mar-21	1.69%	1.00%
Financiero TF AAA a 2 años	6.15%	0.43%
Liquidez	-	-

Fuente: Credicorp Capital

Recomendaciones mar-18

Destacados renta fija	Nivel indicativo de compra
TES COP Jul-24	5.79%
TES COP Ago-26	6.19%
TES UVR Abr-35	3.63%
Financiero TF AAA a 2 años	5.92%

Fuente: Credicorp Capital

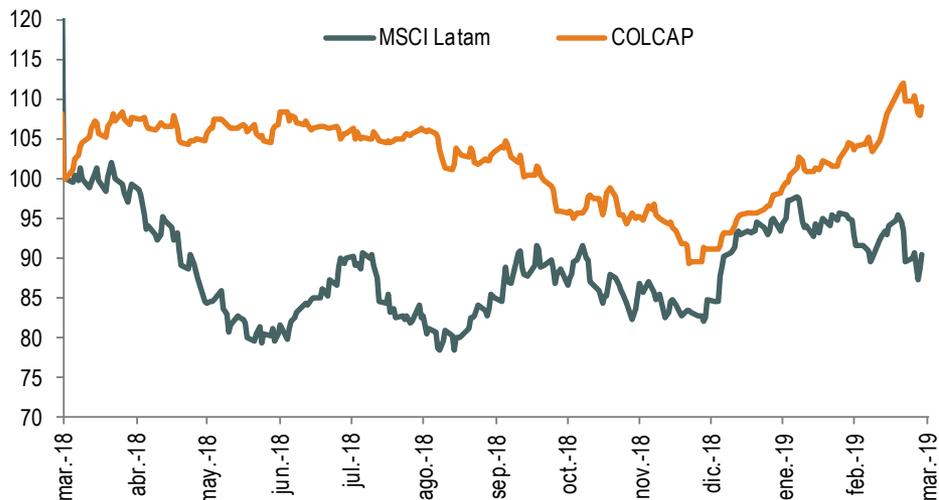
Mercado accionario local

Seguramente veremos alguna pausa en el mercado local. Sin embargo, mantenemos nuestra posición de sobre-ponderar Colombia frente a la región Andina. Vemos el COLCAP en 1,720 a finales de año

Colombia ha tenido un mejor comportamiento frente a la región en lo corrido de 2019

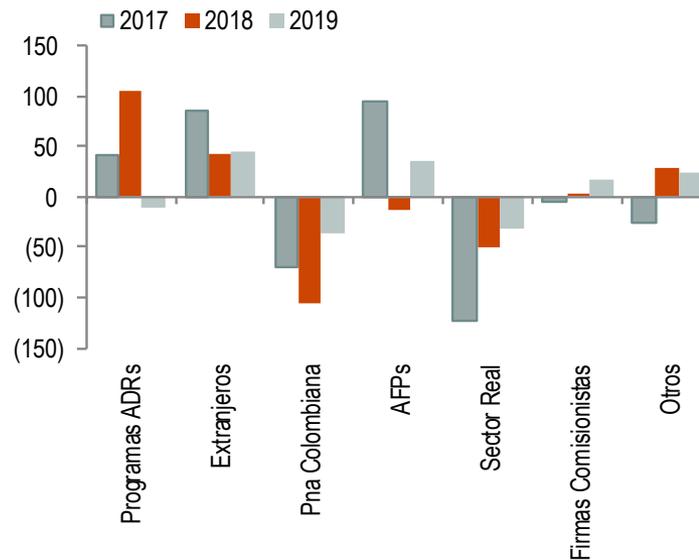
- El Colcap ha tenido un buen desempeño en 2019 soportado por: i) una postura *dovish* por parte de la FED y flujos positivos a emergentes, ii) mejores resultados financieros en sectores clave: petróleo y financiero, iii) valoraciones atractivas, iv) desempeño y perspectivas macro favorables, v) menor incertidumbre por reforma fiscal frente al 2018.
- Previamente, nuestra estrategia estaba enfocada principalmente en bancos a través de Bancolombia y Davivienda. Dado el comportamiento reciente en dicho sector, favorecemos como top picks a Davivienda, Nutresa y Cementos Argos.

**Colcap vs MSCI LatAm
(base=100: Mar-18)**



Fuente: Bloomberg, BVC

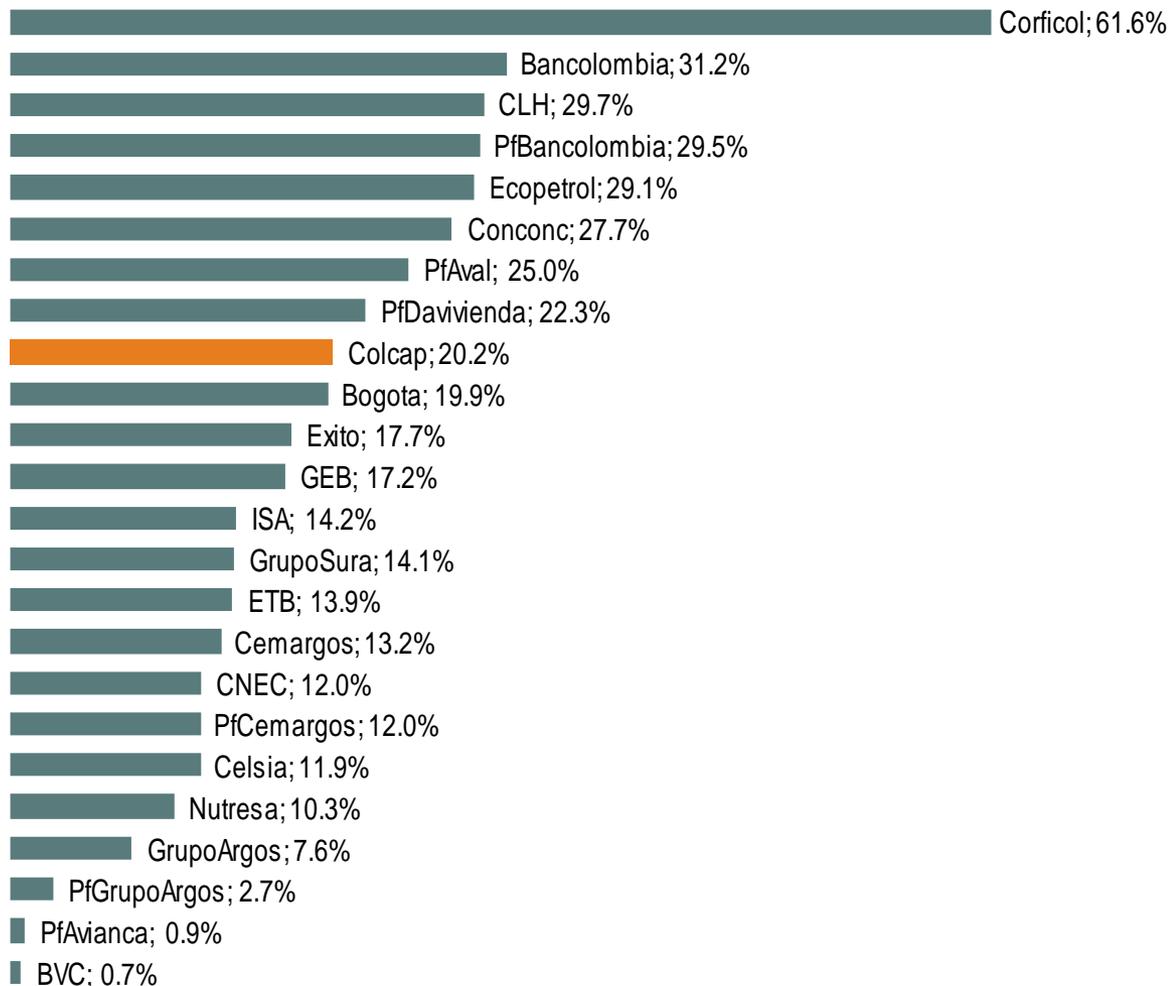
**Transacciones netas (ene-feb)
(USD mn)**



Variación YTD 2019

Aspectos positivos:

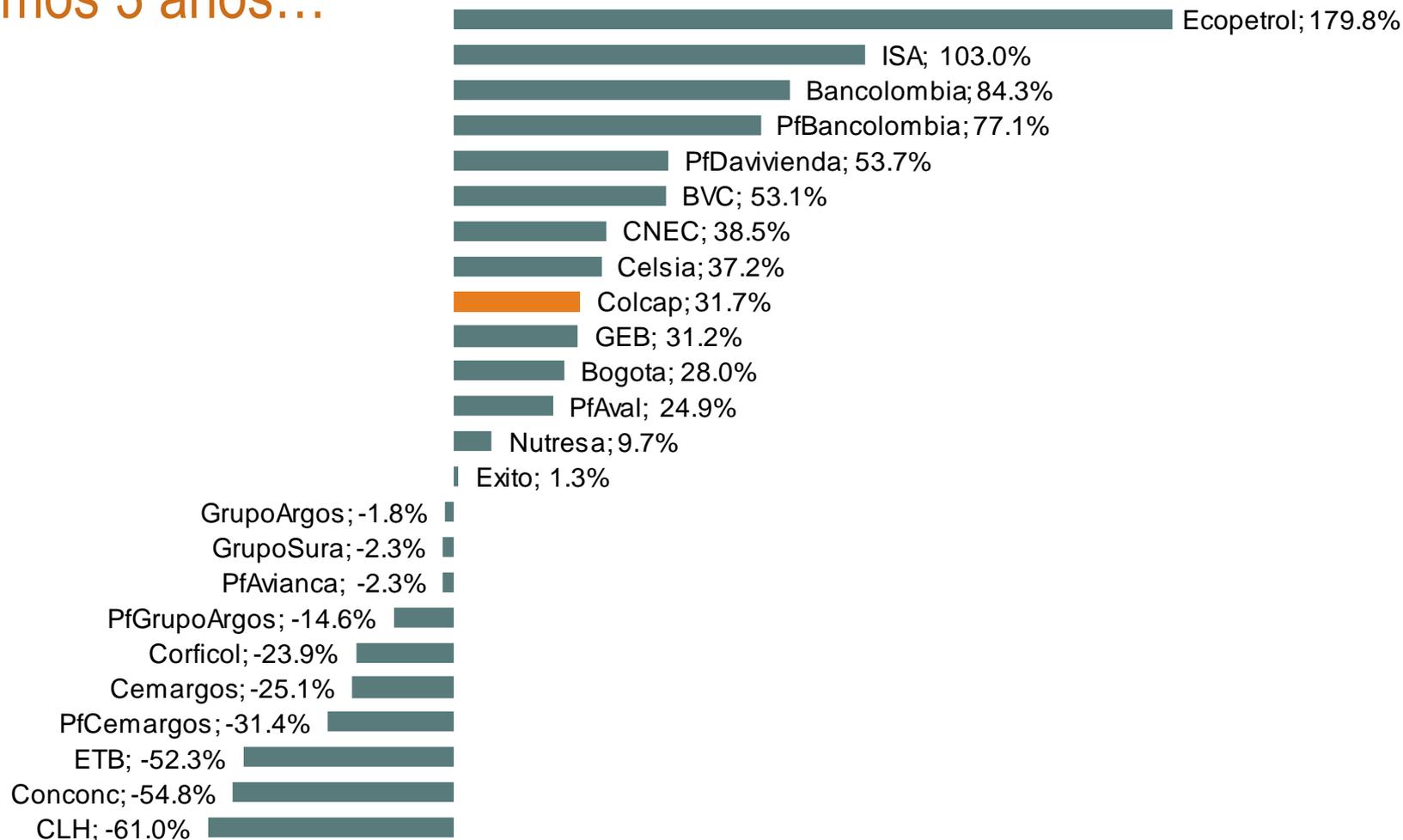
- Resultados corporativos favorables en sectores clave: petróleo y financiero.
- Menor incertidumbre luego de la aprobación de la reforma fiscal.
- Decisión de nuevo pago al sector financiero por RDS2.
- Mejores dato macro.
- Valoraciones atractivas.
- Postura FED – flujo positivo a emergentes.



Aspectos negativos:

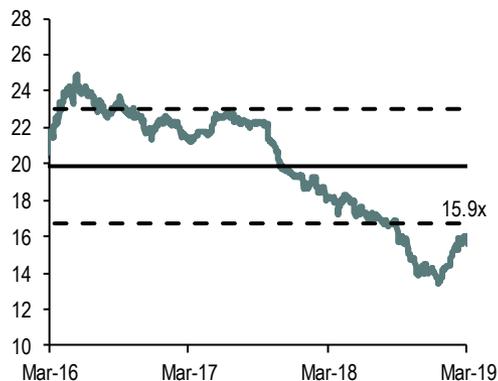
- Temas de gobierno corporativo.
- Posiciones vendedoras puntuales por parte de agentes extranjeros.
- Potencial vulnerabilidad vía déficits gemelos en Colombia

También consideramos relevante recordar de donde venimos; Ecopetrol y sector bancario se han mantenido resilientes en los últimos 3 años...

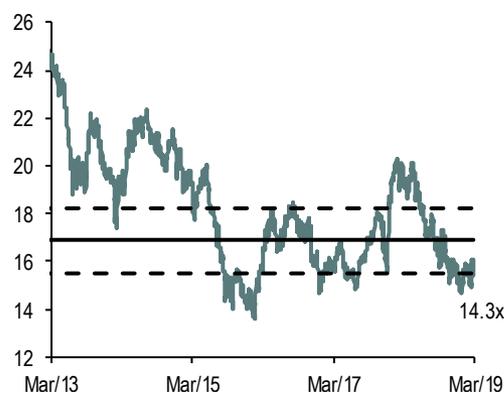


Colombia aún luce atractivo en múltiplos; mantenemos nuestra recomendación de sobre-ponderar Colombia frente a otros países de la región

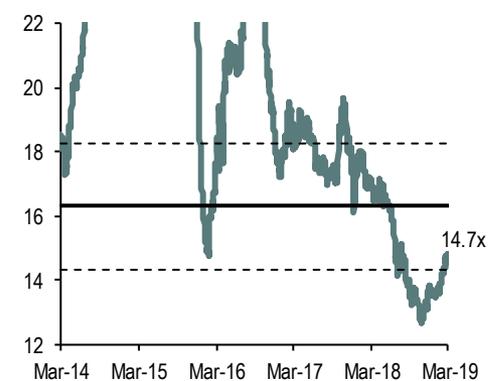
P/U Forward - Colombia



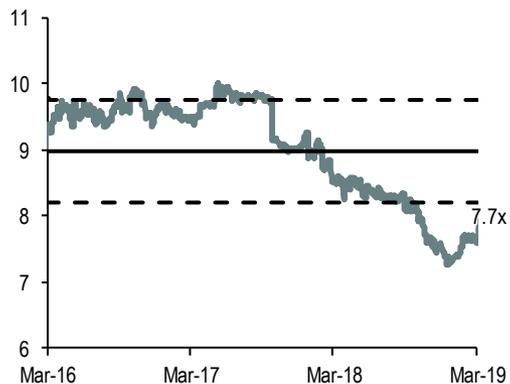
P/U Forward - Chile



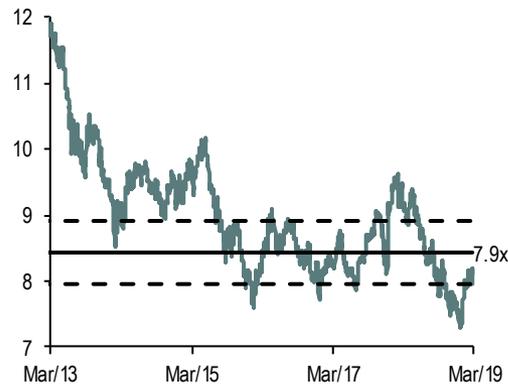
P/U Forward - Perú



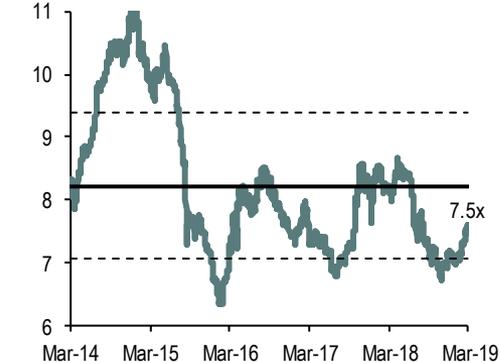
EV/EBITDA Forward - Colombia



EV/EBITDA Forward - Chile



EV/EBITDA Forward - Perú



Reiteramos nuestro objetivo para el COLCAP de 1,720 puntos de cara a final de año

- Hemos tomado utilidades en Bancolombia dado el comportamiento del activo. En el sector bancario seguimos dando preferencia a Davivienda aunque el retorno esperado ya es cada vez menor.
- Nuestras ideas de trading ahora lucen un poco más diversificadas entre sectores; Favorecemos Cementos Argos, mientras que cambiamos tácticamente de corto plazo a Nutresa por Éxito.
- Ecopetrol ya va llegando a niveles justos; nuestro P.O se encuentra en COP 3,580/acción. Por su parte, consideramos que Grupo Sura se encuentra rezagada.

Colombia - Trading Ideas

			Price performance				12-month		Mkt (USD mn)	ADTV (USD mn)	Rationale
			last	w/w	m/m	y/y	low	high			
Cemargos	↑	Cement & Construction	8.000	2,7%	4,7%	-14,3%	6.820	9.980	3.396	2,3	Better outlook for the cement business; valuation seems discounted
Ecopetrol	↑	Oil & Gas	3.360	-1,0%	9,3%	29,4%	2.550	4.160	44.203	12,1	Strong dividend; higher oil prices
Davivienda	↓	Banks	39.040	5,6%	8,5%	30,0%	29.600	39.480	5.642	1,5	Our preferred play within banks
Grupo Sura	↑	Conglomerates	36.200	1,3%	6,6%	-2,4%	31.000	38.980	6.602	4,7	NAV discount
Éxito	⊙	Retail	14.440	-2,6%	0,4%	-9,1%	11.920	16.960	2.068	1,6	Recovery in private consumption
Colombia Ideas*				0,9%	4,9%	16,4%			61.910	4,4	
COLCAP			1.600	1,0%	4,8%	15,7%			110.053		
Ideas vs COLCAP				-0,1%	0,1%	0,7%					
Nutresa	⊗	Food & Beverages	26.180	1,4%	1,3%	1,8%	22.300	27.240	3.854	1,1	Taking profits after a strong performance.

Top Picks Colombia

Davivienda (COMPRAR; P.O. COP 41,500)

- Mayor rentabilidad, medida en términos de ROAE, en 2019E frente a Bancolombia (14.7% vs 11.9%).
- Disminución de ~24 bps en costo de riesgo en 2019 frente a 2018.
- Valoración atractiva.

Cementos Argos (COMPRAR; P.O. COP 9,900)

- Recuperación del sector cementero en Colombia; volúmenes deberían crecer entre 3%-5%.
- Descuento de 30.7% en la valoración frente a su múltiplo histórico.
- Eficiencias proyectadas a través de BEST 2.0.

Nutresa (COMPRAR; P.O. COP 31,900)

- Recuperación en crecimiento de volúmenes, apalancado en el liderazgo de marca proveniente de Nutresa.
- Incremento en precios impulsado por innovación y mejor mix.
- Mejores resultados en algunos segmentos que han mostrado debilidad en los últimos años, como lo son TMLUC y El Corral.

Proyecciones económicas Credicorp Capital

Colombia

Rating (outlook): BBB- (s) / Baa2 (n) / BBB (s)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Actividad económica											
PIB corriente (USD MM)	286,086	334,666	370,391	381,803	381,389	293,321	283,148	314,458	330,083	342,149	370,470
PIB per cápita (USD)	6,286	7,268	7,951	8,103	8,002	6,085	5,808	6,380	6,615	6,789	7,307
PIB real (var. %)	4.3	7.4	3.9	4.6	4.7	3.0	2.1	1.4	2.7	3.3	3.2
Demanda Interna real (var. %)	5.9	9.2	4.8	5.1	6.2	2.4	1.2	1.2	3.8	4.2	3.6
Consumo real total (var. %)	5.2	6.6	5.2	4.8	4.6	3.4	1.6	2.4	3.9	3.9	3.4
Consumo privado real (var. %)	5.1	6.6	5.3	4.0	4.6	3.1	1.6	2.1	3.5	3.7	3.4
Consumo público real (var. %)	5.2	6.5	4.8	8.9	4.7	4.9	1.8	3.8	5.9	4.5	3.5
Inversión bruta real (var. %)	8.7	19.0	3.4	6.1	11.8	-1.2	-0.2	-3.2	3.5	5.5	4.3
Inversión bruta (% del PIB)	20.7	23.0	22.9	23.2	24.8	23.8	23.2	22.2	22.4	22.9	23.1
Exportaciones reales (var. %)	2.1	12.3	4.9	4.7	-0.3	1.7	-0.2	2.5	1.2	3.5	2.3
Importaciones reales (var. %)	10.8	22.0	9.4	7.4	7.8	-1.1	-3.5	1.2	8.0	7.5	4.4
Tasa de desempleo (% , promedio)	11.8	10.8	10.4	9.7	9.1	8.9	9.2	9.4	9.7	9.6	9.5
Precios y monetario											
Inflación (fin de año)	3.2	3.7	2.4	1.9	3.5	6.8	5.8	4.1	3.2	3.3	3.2
Inflación (promedio)	2.3	3.4	3.2	2.0	2.9	5.0	7.5	4.3	3.2	3.2	3.2
Tasa de referencia (fin de año)	3.00	4.75	4.25	3.25	4.50	5.75	7.50	4.75	4.25	4.50	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	-2.6	-2.4
Balance Estructural GNC (% del PIB)	-	-	-2.3	-2.3	-2.3	-2.2	-2.2	-1.9	-1.9	-1.8	-1.7
Balance Fiscal SPC (% del PIB)	-3.3	-2.0	0.3	-0.9	-1.4	-3.4	-2.2	-2.4	-2.0	-2.1	-1.9
Deuda bruta GNC (% del PIB)	37.1	34.5	32.4	35.0	38.8	43.8	45.0	46.0	48.6	48.6	48.5
Deuda neta GNC (% del PIB)	35.7	32.7	31.4	32.5	35.6	41.0	42.6	43.6	47.1	47.0	46.9
Deuda bruta SPNF (% del PIB)	46.3	43.1	40.7	43.1	46.0	50.2	52.0	51.5	51.2	51.4	51.2
Deuda neta SPNF (% del PIB)	28.3	26.9	25.0	22.5	25.2	31.3	32.3	34.1	37.4	37.0	36.5
Sector externo											
Balanza comercial (USD MM)	1,559	5,359	4,023	3,179	-4,641	-13,479	-9,148	-4,571	-5,316	-7,755	-8,479
Exportaciones	39,713	56,915	60,125	60,282	56,899	38,572	34,091	39,676	44,316	45,203	46,333
Importaciones	38,154	51,556	56,102	57,103	61,539	52,051	43,239	44,247	49,633	52,958	54,811
Balanza en cuenta corriente (USD MM)	-8,929	-9,854	-11,834	-12,500	-19,762	-18,564	-12,027	-10,296	-12,661	-13,810	-14,195
(Como % del PIB)	-3.1	-2.9	-3.2	-3.3	-5.2	-6.3	-4.2	-3.3	-3.8	-4.0	-3.8
IED neta (USD MM)	6,430	14,648	15,039	16,209	16,167	11,723	13,850	13,836	11,010	12,229	12,976
Reservas Internacionales (USD MM)	28,464	32,303	37,474	43,625	47,328	46,741	46,683	47,637	48,402	50,402	51,507
Deuda externa total (% del PIB)	22.6	22.6	21.3	24.1	26.7	38.2	42.5	39.6	39.1	39.3	38.1
Tipo de cambio (fin de período)	1,925	1,938	1,767	1,932	2,377	3,175	3,002	2,984	3,249	3,000	2,900
Tipo de cambio (promedio)	1,898	1,848	1,797	1,869	2,002	2,760	3,051	2,951	2,957	3,050	2,950

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

CREDICORP CAPITAL

Daniel Velandia, CFA
 Head of Research & Chief Economist
dvelandia@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400 Ext 1505

RESEARCH ECONOMÍA

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

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

Carolina Ratto Mallie
 Head of Equity Research - Retail
cratto@credicorpcapital.com
 # (562) 2446 1768

Tomás Sanhueza
 Associate: Food & Beverages,
 Transport, Telecom & I.T.
tsanhueza@credicorpcapital.com
 # (562) 2446 1751

Luis Vicente
 Senior Analyst: Mining & Utilities
lvicente@credicorpcapital.com
 # (511) 416 3333 Ext 37854

Raúl F. Jacob
 Analyst: Cement & Construction
riacob@credicorpcapital.com
 # (511) 416 3333 Ext 36065

Felipe Navarro
 Analyst: Constr., Industrial & Ports
fnavarro@credicorpcapital.com
 # (562) 2450 1688

Daniel Mora
 Analyst
dmora@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400 Ext 1609

RESEARCH RENTA VARIABLE & RENTA FIJA

Josefina Valdivia
 Head of Fixed Income
jvaldiva@credicorpcapital.com
 # (562) 2651 9308

Daniel Córdova
 Head of Equity Research Peru
dcordova@credicorpcapital.com
 # (511) 416 3333 Ext 33052

Juan Pablo Brosset
 Fixed Income Analyst
jpbroset@credicorpcapital.com
 # (511) 416 3333 Ext 36018

Ignacio Sabelle
 Fixed Income Analyst
isabelle@credicorpcapital.com
 # (562) 2651 9368

Joel Lederman
 Associate
jlederman@credicorpcapital.com
 # (562) 2651 9332

Sebastián Gallego, CFA
 Head of Equity Research Colombia - Banks
sgallego@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400 Ext 1594

Ezequiel Fernández
 VP Utilities
efernandezl@credicorpcapital.com
 # (562) 2651 9344

Steffania Mosquera
 Senior Analyst: Cement & Construction
smosquera@credicorpcapital.com
 # (571) 339 4400 Ext 1025

Andrés Cereceda
 Associate: Pulp & Paper, Materials,
 Healthcare, Pension Funds
acereceda@credicorpcapital.com
 # (562) 2446 1798

Banco de Crédito BCP

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

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

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

Joselin Chávez
 Economista
joselinchavezma@bcp.com.pe
 # (511) 313 2000 Ext 37512

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

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

Débora Reyna
 Economista
deborarevnaq@bcp.com.pe
 # (511) 313 2000 Ext 36308

SALES INTERNACIONAL

Credicorp Capital UK Ltd.

Marilyn Macdonald
 International Equity Sales
mmacdonald@credicorpcapital.co.uk
 # (4477) 7151 5855

Credicorp Capital Securities INC

Rafael Solís
 Institutional Equity Sales
rsolis@credicorpcapital.com
 # (786) 999 1619

David Crummy
 Equity Sales Trader
dcrummy@credicorpcapital.com
 # (786) 999 1618

Michael Tafur
 Fixed Income
mtafur@credicorpcapital.com
 # 1 (786) 9991607

Evangeline Arapoglou
 Head of international FI Sales
earapoglou@credicorpcapital.com
 # (511) 416 3333 Ext 36099

Andrés Valderrama
 Fixed Income Sales
valderrama@credicorpcapital.com
 # (511) 416 3333 Ext 40352