
La luz al final del túnel

Expectativas 2018

Diciembre 2017

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval



¿Esperanza?

¿Se acerca un tren?

Expectativas y Estrategias de inversión 2018

Contenido

Página

Contenido

4	<u>Resumen proyecciones económicas 2018</u>
6	<u>Proyección dólar</u>
24	<u>Mercados internacionales: Se acerca la próxima crisis</u>
32	<u>Crecimiento, IPC y tasas de interés: Leve recuperación</u>
46	<u>Renta fija: Estrategias 2018</u>
62	<u>Acciones: Stock picking 2018</u>
80	<u>Perfiles de inversión 2018</u>

La luz al final del túnel

Proyecciones económicas 2018

Volver
al menú

Indicador	Expectativa	Proyección	
		2017	2018
Tasas Interés	Esperamos que el Banco de la República disminuya las tasas de interés en el primer trimestre del año hasta 4.25% (con sesgo a la baja). Si lo hace hasta niveles expansivos, podríamos ver incrementos antes de finalizar el año por el rebote que tendría el IPC (volverlas a llevar a 4.50%)	<ul style="list-style-type: none"> • CdB: 4.75% • Mercado: 4.93% 	<ul style="list-style-type: none"> • CdB: 4.50% • Mercado: ND
IPC	La inflación descendería en el primer semestre por el efecto base a favor generado por el incremento del IVA del 16% al 19% en 2017. La segunda parte del año aumentaría por el mismo motivo (variaciones mensuales bajas de alimentos del 2S2017)	<ul style="list-style-type: none"> • CdB: 3.90% • Mercado: 3.95% 	<ul style="list-style-type: none"> • CdB: 3.80% • Mercado: 3.49%
TRM	Nuestra expectativa es alcista. Estimamos que el dólar cierre el año alrededor de los \$3.200, y en el largo plazo tienda a \$3.500 debido a que esperamos que: i) la FED realice 3 incrementos de tasas de interés, ii) se mantenga un amplio diferencial entre Tesoros y Bunds, iii) debilidad en el precio del petróleo (no por encima de los US\$60), iv), disminución del diferencial de tasas locales con EEUU, v) posible crisis en EEUU por ciclo de crecimiento prolongado. De esta forma, cualquier descenso en la tasa de cambio, sería una oportunidad de compra	<ul style="list-style-type: none"> • CdB: \$3.050 • Mercado: \$3.007 	<ul style="list-style-type: none"> • CdB: \$3.200 • Largo plazo: \$3.500 • Mercado: \$3.038
PIB	Esperamos que el crecimiento de 2018 sea levemente superior al de 2017 teniendo en cuenta la cartera comenzaría a recuperarse por la disminución de tasas de interés, el comercio se favorecería por la estabilidad del dólar e IPC y aumento en confianza al consumidor.	<ul style="list-style-type: none"> • CdB 1.60% • Mercado 1.69% 	<ul style="list-style-type: none"> • CdB 2.0% • Mercado 2.34%
Acciones Colcap	Teniendo en cuenta que el COLCAP ha disminuido su sensibilidad respecto a los movimientos del precio del petróleo y el dólar, y el rezago frente a los demás mercados de acciones de la región, esperamos que continúe con tendencia positiva – alcista en lo que resta del año, anticipando el nuevo ciclo económico (que iniciaría en 2018), donde buscaremos implementar una estrategia de stock picking	<ul style="list-style-type: none"> • CdB 1.500 pts 	<ul style="list-style-type: none"> • CdB 1.730 pts

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Detonantes para el 2018

Elecciones presidenciales en Latam, Bancos Centrales y Comités OPEP

El Banco Central Europeo iniciaría normalización de política monetaria, la FED aumentaría otras 3 veces la tasa de interés, la OPEP pondría fin a su acuerdo de recorte de producción, Colombia define su rumbo político, México tendería a la izquierda, Lula Da Silva podría gobernar nuevamente Brasil si no es declarado culpable

	Enero	Banco Central Europeo modera compra de activos
	Febrero	Elecciones Presidenciales Costa Rica
	Marzo	Junta FED
	Abril	Elecciones generales Paraguay
	Mayo	Elecciones Presidenciales Colombia / Comité semestral OPEP
	Junio	2da vuelta elecciones presidenciales Colombia
<hr/>		
	Julio	Elecciones Presidenciales México
	Septiembre	Junta FED
	Octubre	Elecciones Presidenciales Venezuela y Brasil
	Noviembre	Comité semestral OPEP
	Diciembre	Junta FED

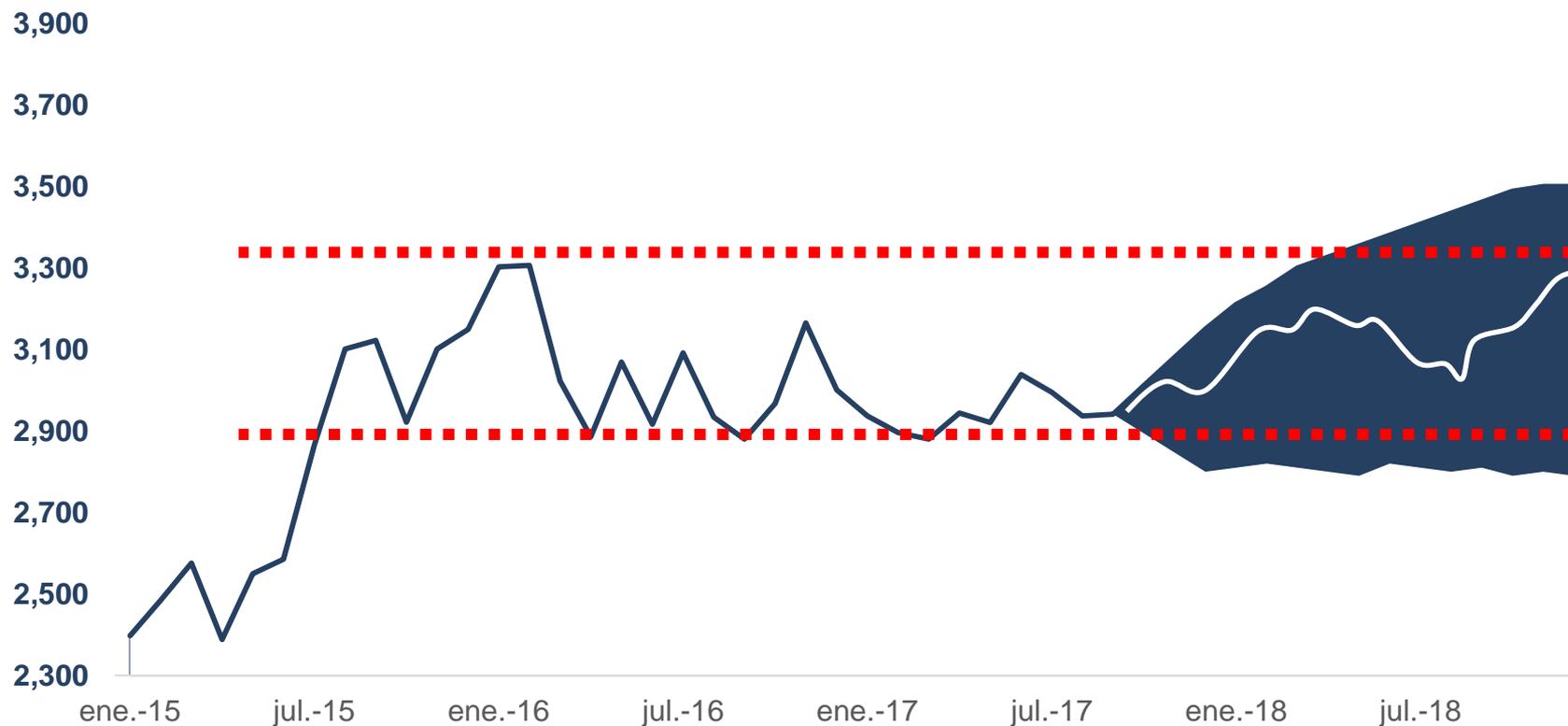
El dólar se continuará fortaleciendo

Piso \$2.815, corto plazo \$3.200, largo plazo \$3.500

Volver
al menú

La estabilidad alrededor de los \$3.000 no durará por siempre. Consideramos que su ciclo de fortaleza terminará al alza. Mientras esto sucede, comprar descansos por debajo de los \$2.950 (el piso desde el 2015 ha sido el \$2.815)

Proyección dólar escenarios mensuales (CdB)

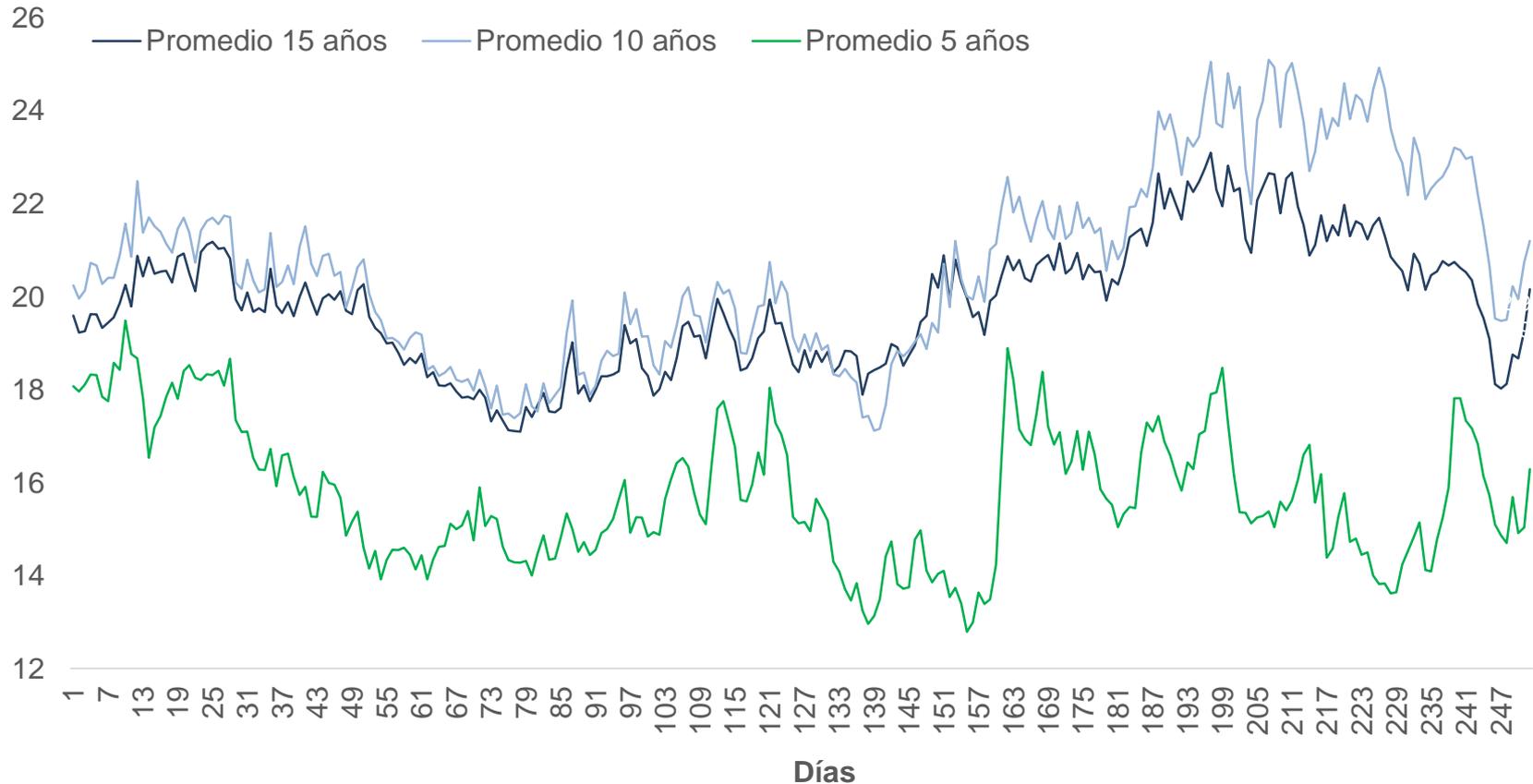


Estacionalmente los segundos semestres son más volátiles

Mientras los primeros se caracterizan por un aumento de aversión al riesgo

La volatilidad tiende a tener un comportamiento estacional. Baja durante la primera parte del año (búsqueda de activos riesgosos), y elevado durante los segundos semestres (búsqueda de activos refugio como el dólar)

Estacionalidad VIX (CdB)



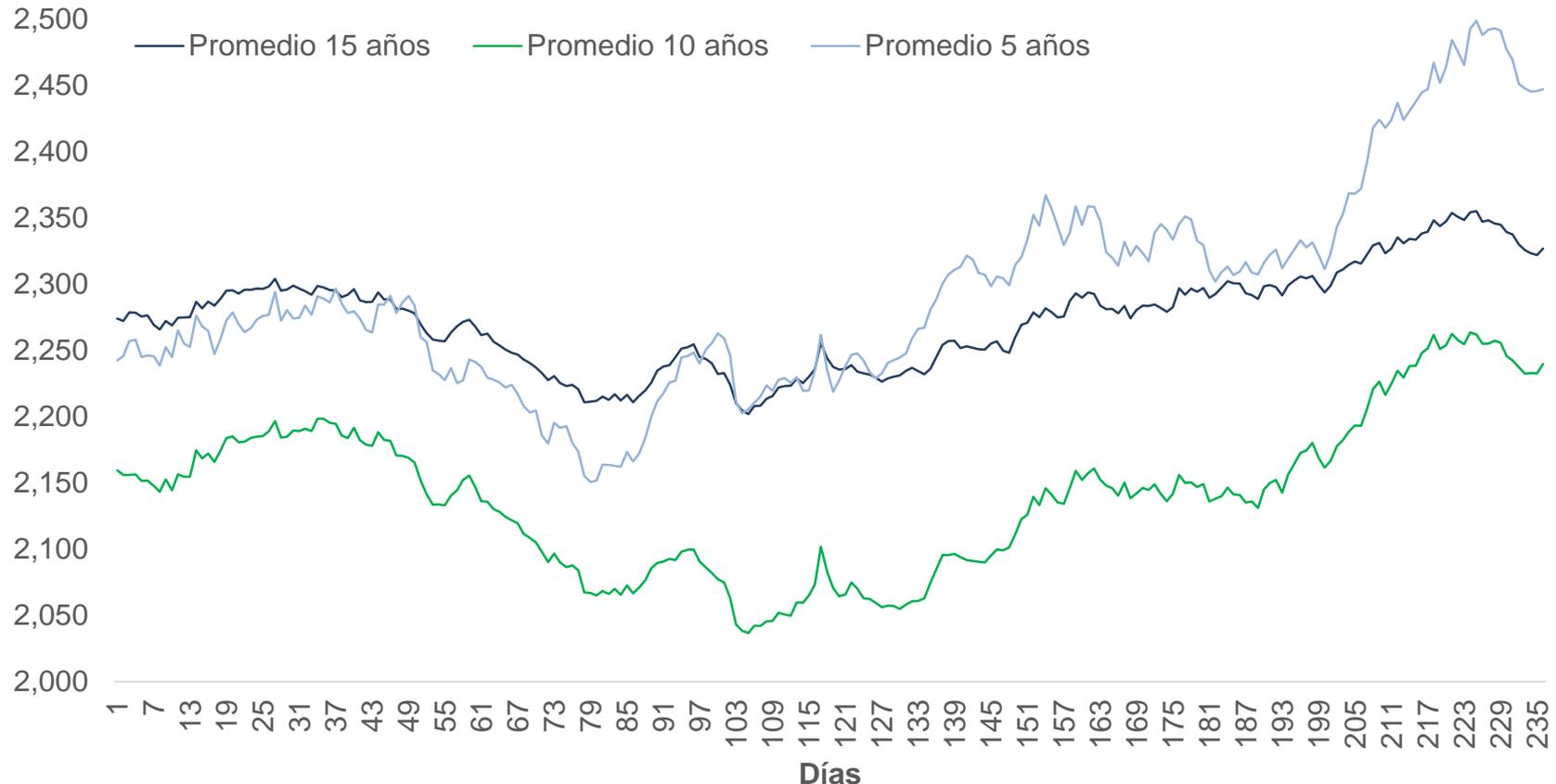
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

El mismo comportamiento se aprecia en el dólar

Los primeros semestres son revaluacionistas, los segundos devaluacionistas

Debido a lo anterior (búsqueda de refugio), el dólar suele debilitarse durante las primeras partes del año, y fortalecerse durante las segundas. Si se cumple el patrón de los últimos 5 y 15 años, podría ubicarse entre los \$3.200 y \$3.500 en el segundo semestre del año

Estacionalidad COP (CdB)



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

El Oráculo del dólar

Noviembre, el mes más devaluacionista del año, abril el más revaluacionista

El dólar se caracteriza por tener un comportamiento estacional, se debilita durante las primeras partes del año, y se fortalece durante las segundas.

De la misma manera, existe un patrón en sus volúmenes de negociación, tienden a ser más elevados entre el segundo y tercer trimestre del año, y bajos durante el primer y último trimestre el año (por la temporada de fin de año)

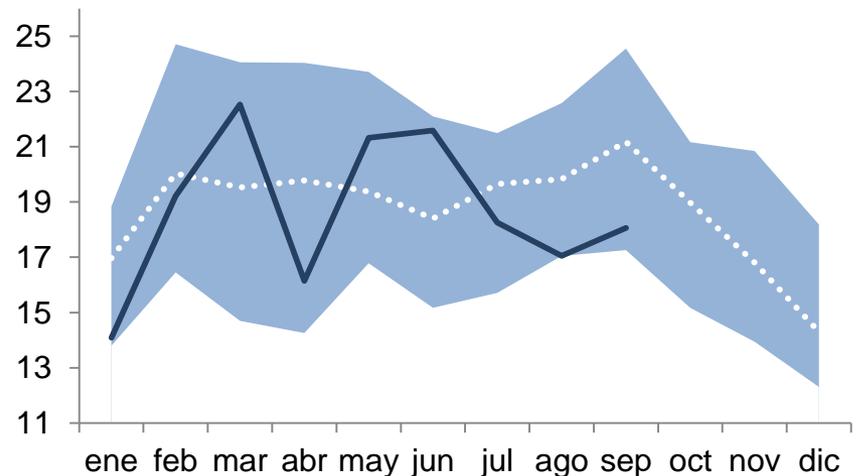
1. Variación mensual USDCOP (CdB)

2010-2016, cifras en COP

Año	Ene	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
2010	-60	-59	-4	38	16	-73	-56	-18	-24	38	104	-19
2011	-58	40	-36	-103	20	-20	10	-1	152	-64	86	-14
2012	-128	-43	19	-24	66	-44	8	32	-24	31	-17	-48
2013	8	38	12	0	77	20	-29	39	-26	-14	40	0
2014	83	32	-75	-35	-38	-19	-4	45	104	33	159	160
2015	62	61	100	-218	149	74	275	175	35	-193	248	30
2016	108	9	-291	-153	244	-171	150	-98	-89	124	68	-73
2017	-77	4	-54	67	-26	129	-59	-37	-10	103	-25	
Promedio	-8	10	-41	-53	63	-13	37	17	15	7	83	5

2. Volumen de negociación mensual USDCOP (CdB)

Últimos 5 años, cifras en Miles de Millones de USD



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

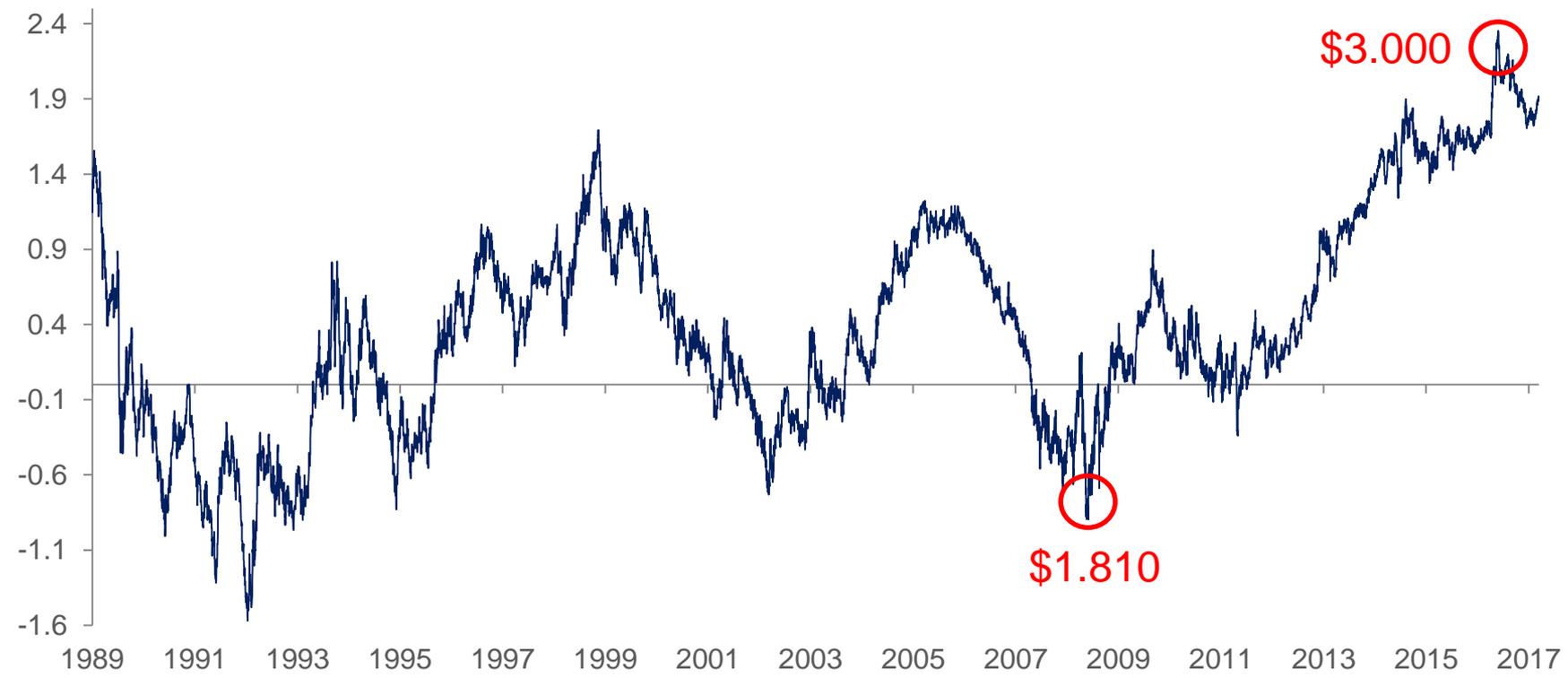
El diferencial de tasas de interés entre los Tesoros y Bunds

Siempre está acompañado de periodos de devaluación o revaluación

El diferencial entre las tasas de interés de largo plazo entre EEUU y Europa se mantiene en niveles históricamente altos lo cual siempre ha sido acompañado de periodos de fortaleza del dólar (es más atractivo invertir en bonos en EEUU que en Europa)

Spread Tesoros vs Bunds 10 años (CdB)

Tasas



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

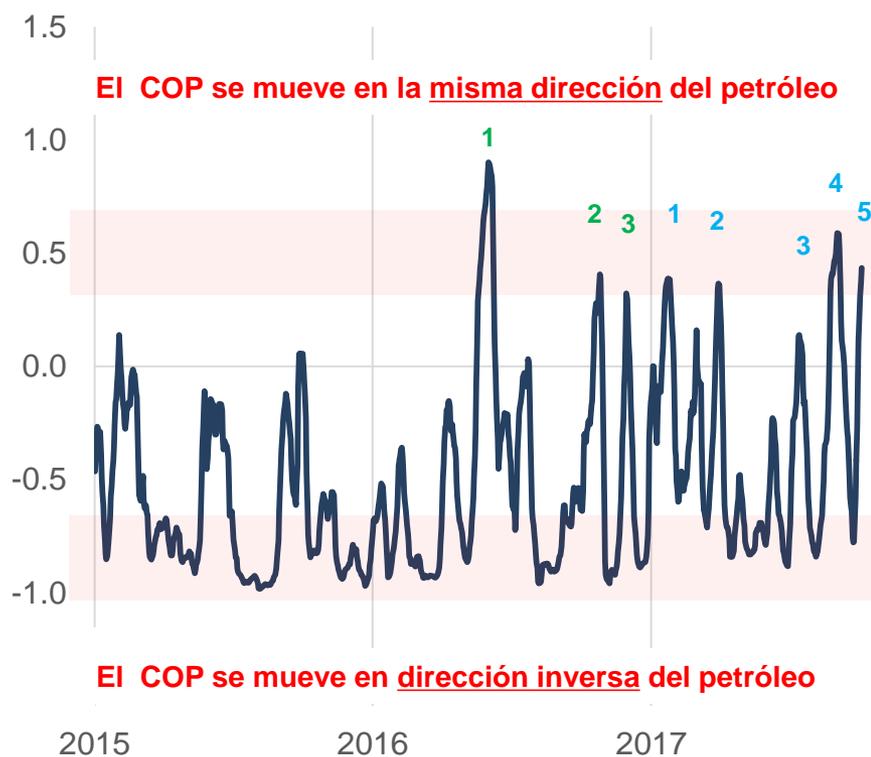
Las correlaciones cambian en el tiempo

Nos crudo-independizamos hacia el Euro

En estos momentos esta primando la normalización de la política monetaria de los principales bancos centrales a nivel mundial y Europa, que lo que sucede con el petróleo

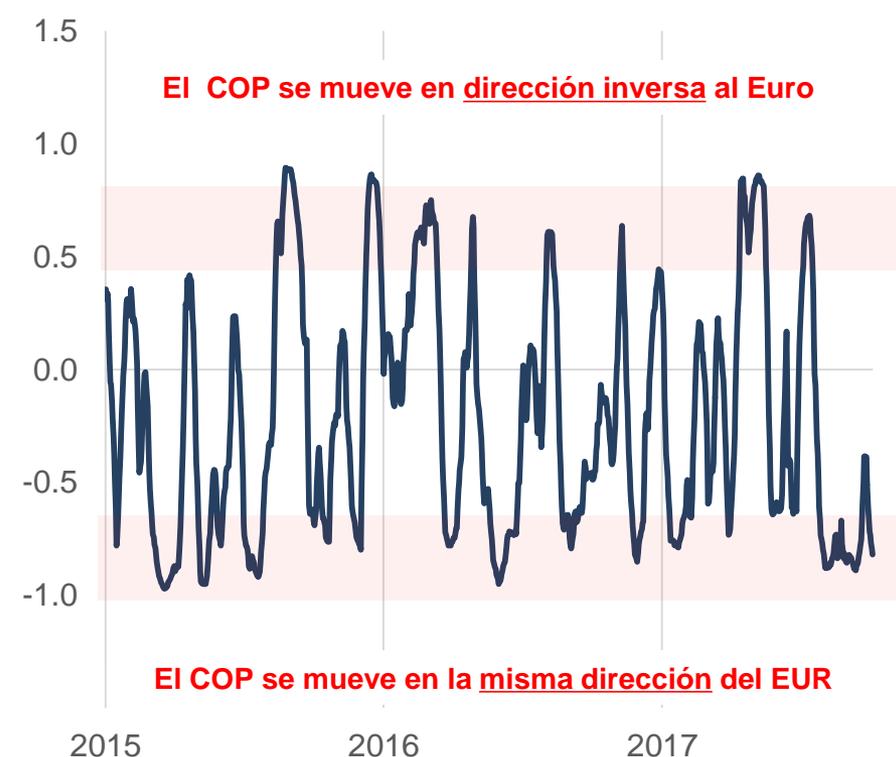
1. Correlación mensual COP – Petróleo (CdB)

2015 - 2017



2. Correlación mensual COP – Euro (CdB)

2015 - 2017

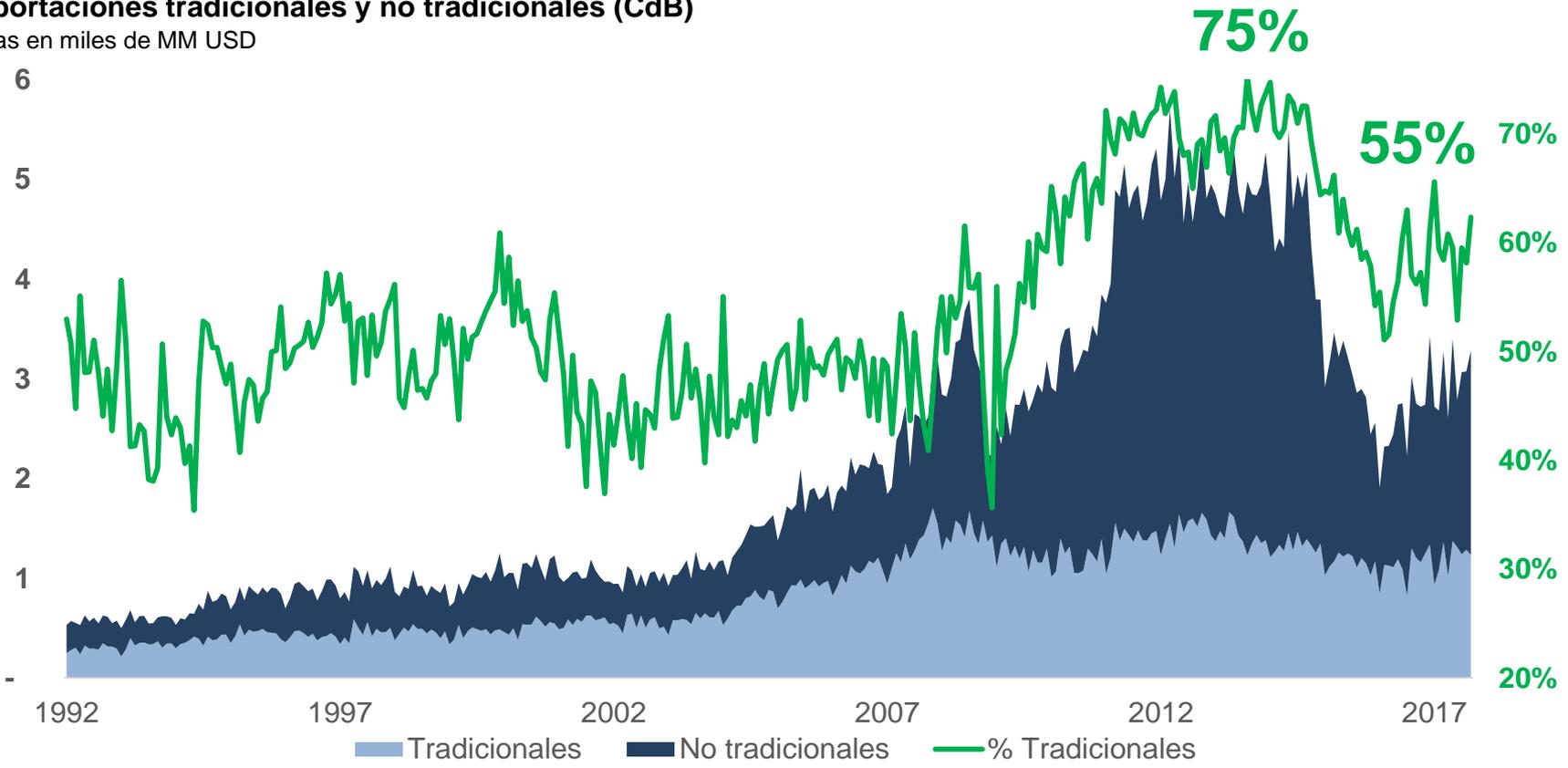


Exportaciones tradicionales han perdido importancia Y las no tradicionales siguen estancadas

Este comportamiento se debe en parte porque las exportaciones tradicionales (petróleo), ya no pesan en la proporción que lo hacían antes (cayeron del 75% al 55%), y las exportaciones no tradicionales se mantienen estancadas

Exportaciones tradicionales y no tradicionales (CdB)

Cifras en miles de MM USD



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Mientras el petróleo continúe débil

Lo que más nos conviene es que el dólar se mantenga fuerte

No hay un peor escenario que un dólar cayendo sin estar acompañado de una verdadera fortaleza del petróleo, toda vez que se ampliaría significativamente el déficit de cuenta corriente

Exportaciones vs petróleo (CdB)



Importaciones vs dólar invertido (CdB)

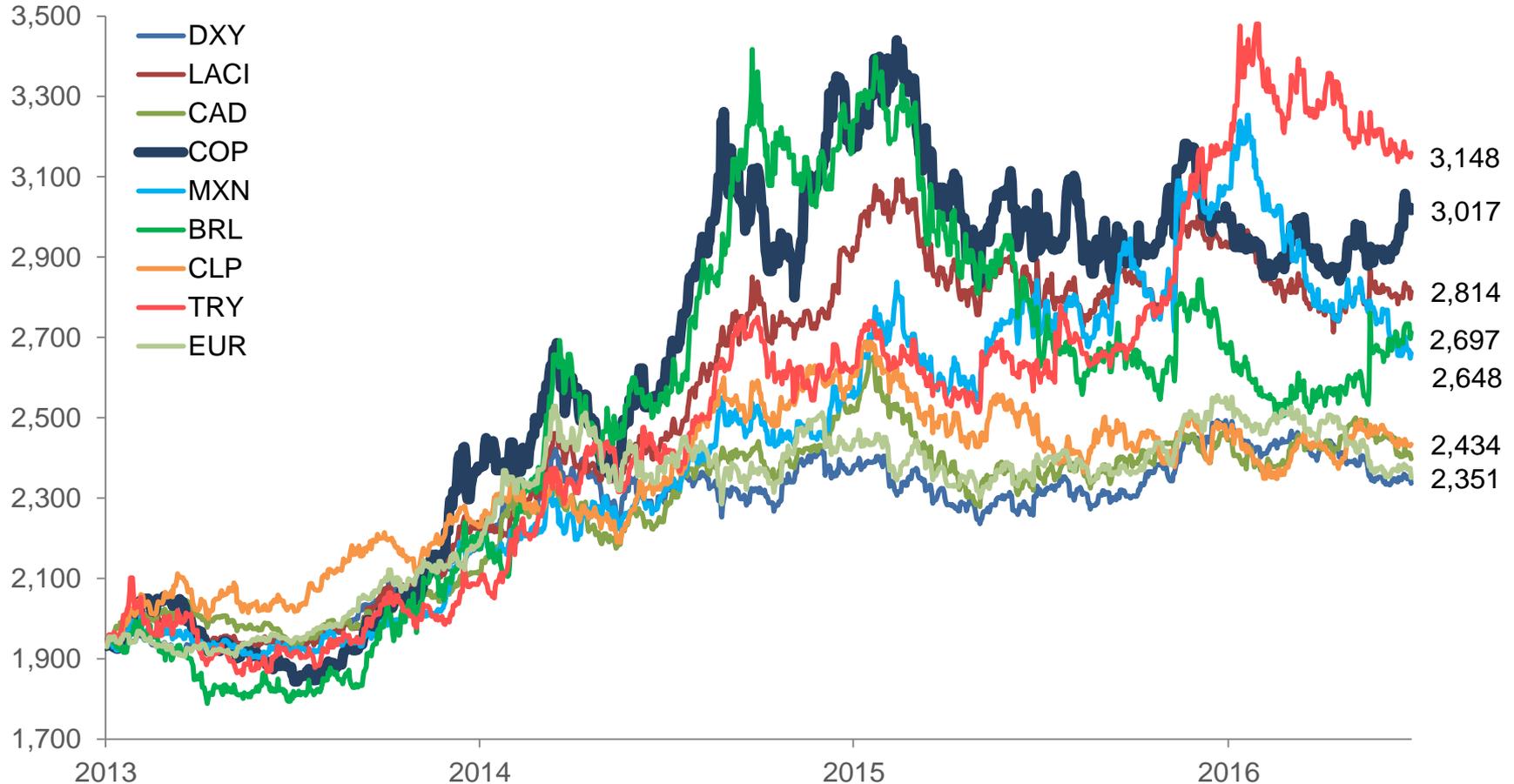


A primera vista el peso colombiano parece estar barato

Es la segunda moneda más devaluada después de la Lira turca

Comportamiento del dólar en países emergentes (CdB)

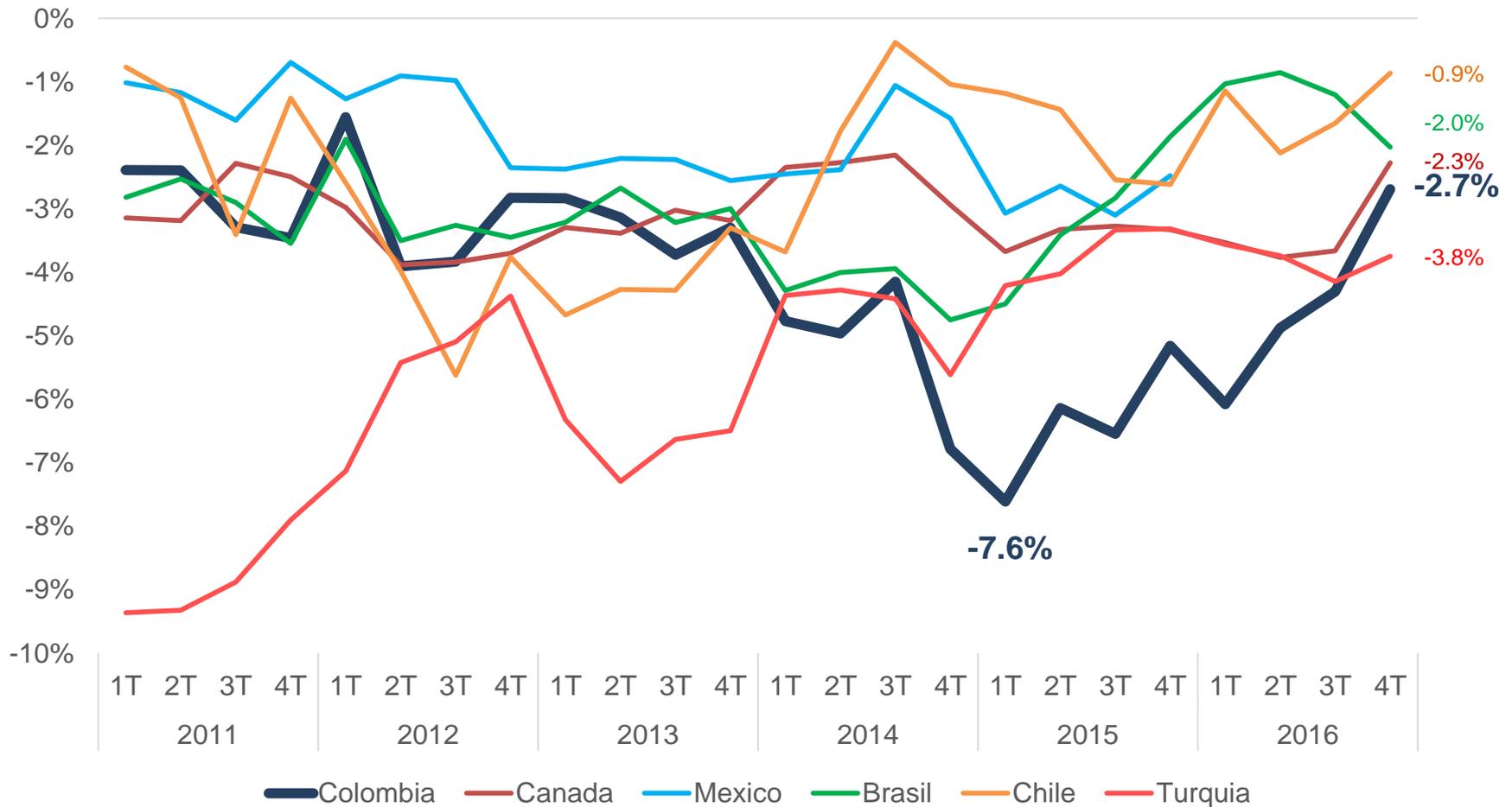
Base \$2.000 desde el año 2013



Sin embargo, lo justifica el alto nivel del Déficit en Cuenta Corriente

Segundo más elevado después de Turquía

Déficit en Cuenta Corriente como % del PIB (OECD)



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Inversionistas Extranjeros poseen el 25% de los TES

Cerca del límite de exposición de riesgo, por lo cual los flujos se moderarían

Los flujos son finitos

- En Casa de Bolsa consideramos que los flujos de compra de TES por parte de los inversionistas extranjeros se moderarán significativamente, toda vez que consideramos que los fondos indexados o que tienen en cuenta el nivel de calificación, ya han llegado al límite de exposición de riesgo. Para un país calificado BBB como Colombia, suelen tener una exposición a su deuda del 30%, similar a Perú, Polonia, México, Tailandia, Hungría y Sudáfrica.
- Para que los extranjeros continúen aumentando su exposición en TES, la calificación del país debiera ser superior, como en el caso de Malasia, que es calificada A-, de la cual poseen una participación del 37% de su deuda interna.
- Adicionalmente, teniendo en cuenta que persisten los riesgos de perder el grado de inversión, tal como lo han indicado S&P y Fitch, podrían llegar a disminuir su exposición por debajo de 25%
- Debido a lo anterior, se moderarían los flujos que generarían presiones a la baja a la tasa de cambio

Tenencia deuda soberana por extranjeros según calificación

Fuente Davivienda, modificado por CdB con datos a octubre 2017

	Calificación	% Extranjeros	País
Grado de inversión	A-	37%	Malasia
	BBB+	30%	México - Perú, Polonia - Tailandia
	BBB	25%	Colombia
	BBB-	30%	Hungría Sudáfrica
Grado especulativo	BB+	24%	Rusia Indonesia
	BB	17%	Brasil Turquía

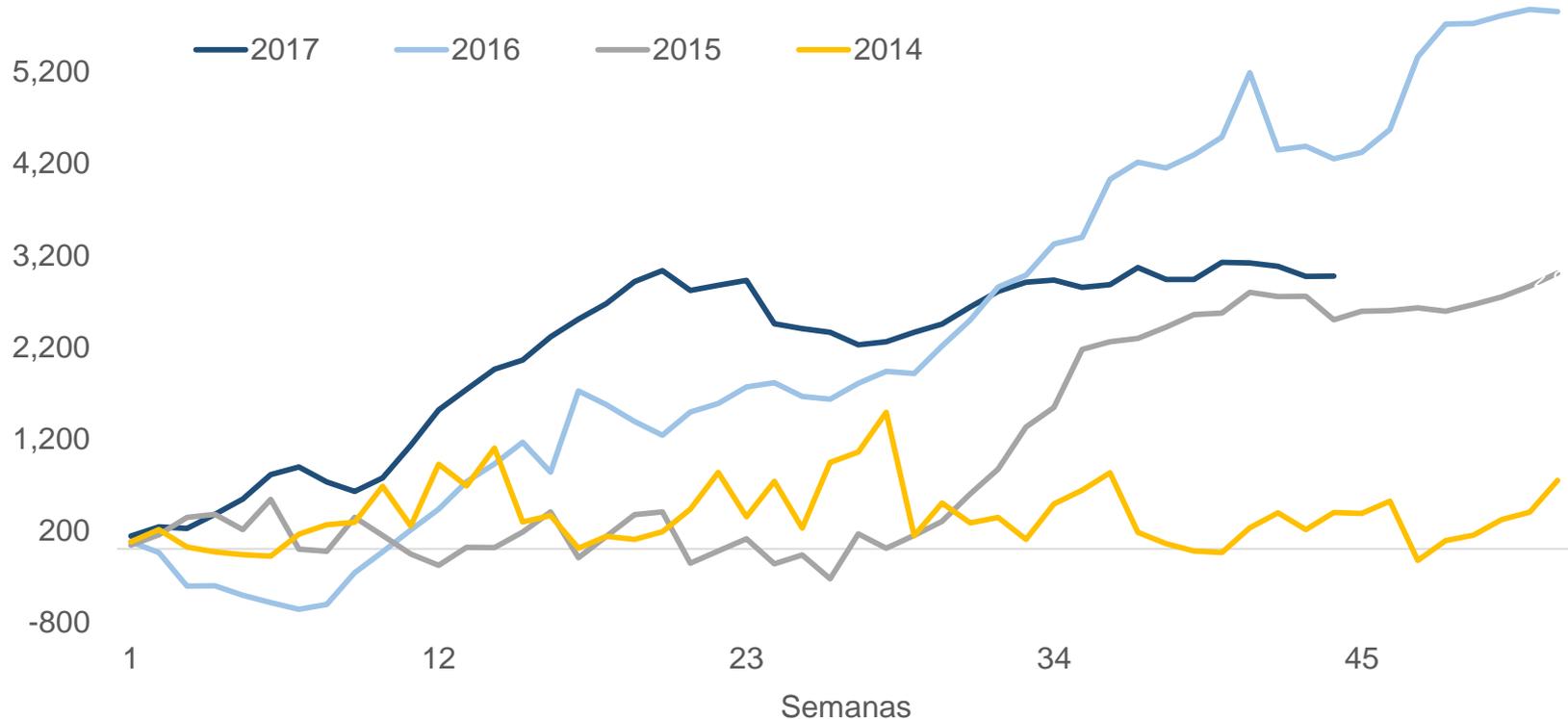
Aunque inició creciendo a pasos de gigante

La inversión extranjera de portafolio se modera significativamente

La cercanía del fin del ciclo de disminución de tasas Banrep, sumado al riesgo de una disminución de calificación crediticia, ha disminuido el apetito por TES, en línea con nuestras expectativas

Inversión Extranjera de Portafolio acumulada (Banrep)

Millones de USD



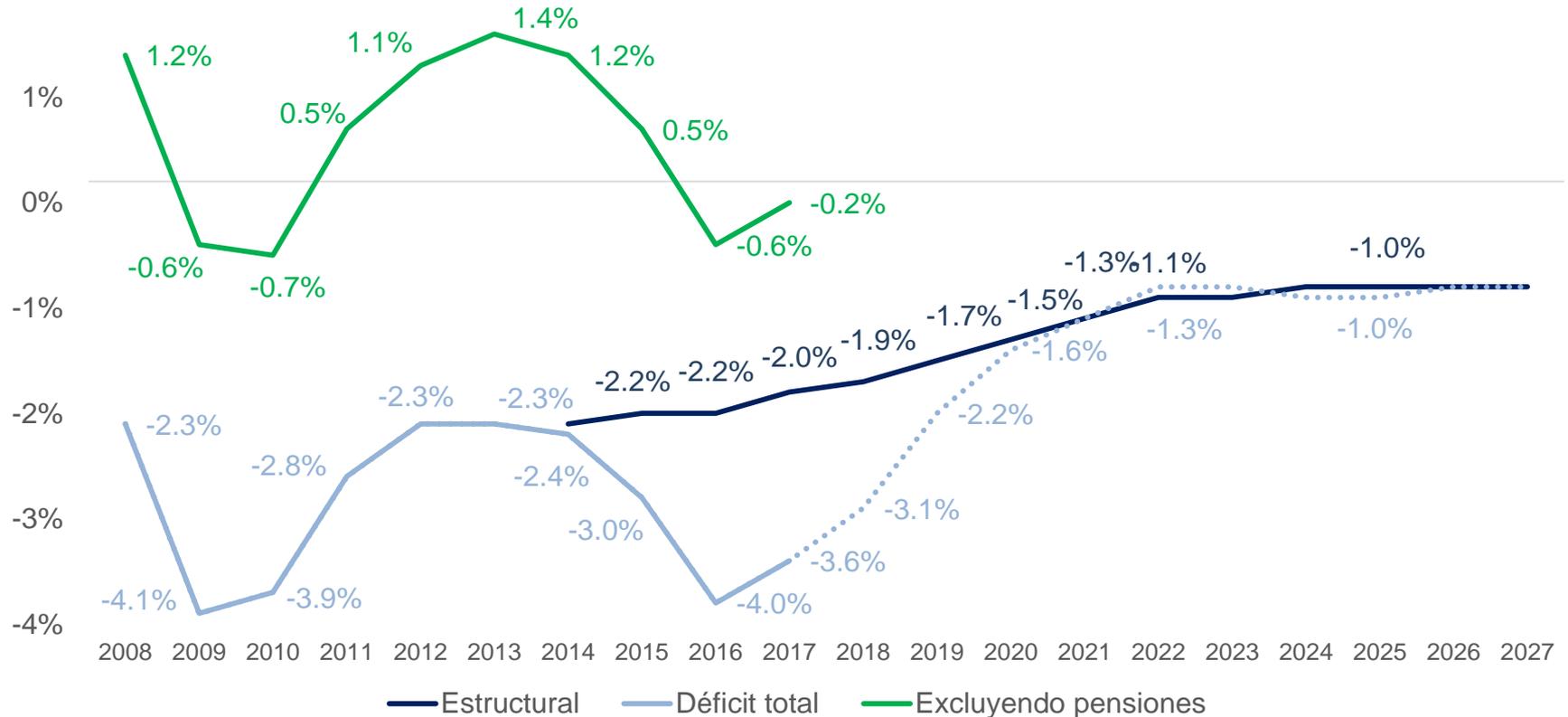
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

La regla fiscal actual es muy difícil de cumplir

Reforma tributaria y pensional estructurales entre las prioridades

Consideramos que nos disminuirán la calificación de BBB hasta BBB- en 2018, y que el riesgo de perder el grado de inversión persistirá. Quien llegue a la presidencia deberá realizar una reforma tributaria y pensional estructural, o modificar la regla fiscal que no dependa del comportamiento del petróleo (no somos un país petrolero)

Balance Total, Estructural y excluyendo pensiones GNC 2014-2028 (MHCP y Freddy Castro)



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

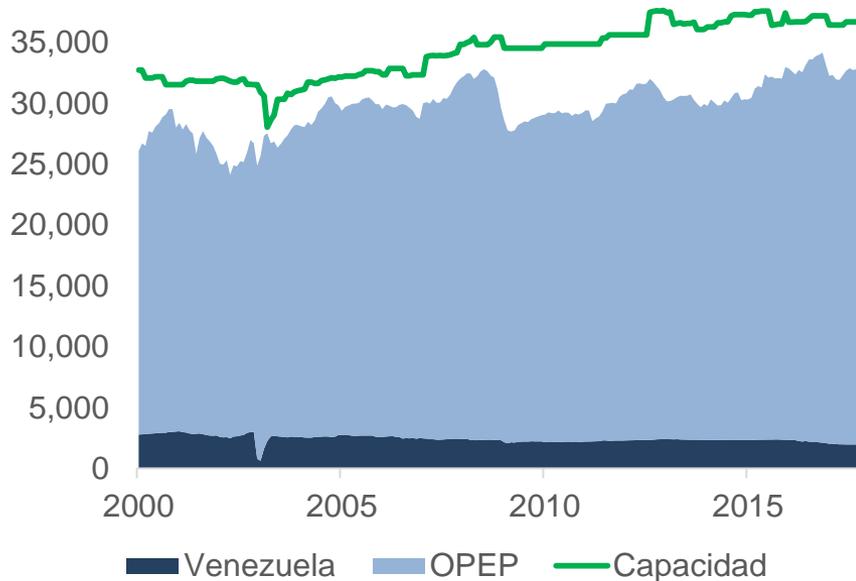
El Oráculo del petróleo

Con la boina bolivariana bien puesta

- La crisis venezolana tiene en vilo la producción de petróleo del país vecino, toda vez que el impago de su deuda externa le cerraría por completo las puertas a los mercados de capitales internacionales con los que podría financiar proyectos de inversión en el sector.
- Debido a lo anterior, la producción de Venezuela ha disminuido 36% desde 2001, y ha cumplido sin problema en más de 200% el acuerdo de recorte de la OPEP. Su capacidad de producción actual es de 2.5 millones de barriles diarios, sin embargo, al cierre de octubre solamente produjo 1.9 millones.
- De esta manera, si la crisis en Venezuela se profundiza, podría generarse un choque de sobre demanda que presionaría el precio del petróleo al alza, ya que la sobreoferta sería inferior a los 800 mil barriles que proyecta la AIE para el primer semestre de 2018.
- Por último, consideramos que toda esta nueva coyuntura será tomada en cuenta en el Comité Ordinario Semestral de la OPEP que se llevará a cabo el próximo 30 de noviembre (ver [El Oráculo del petróleo | La OPEP pierde su gasolina](#))

1. Capacidad y Producción petróleo OPEP y Venezuela (CdB)

Cifras en miles de barriles diarios



2. Capacidad y Producción petróleo de Venezuela (CdB)

Cifras en miles de barriles diarios



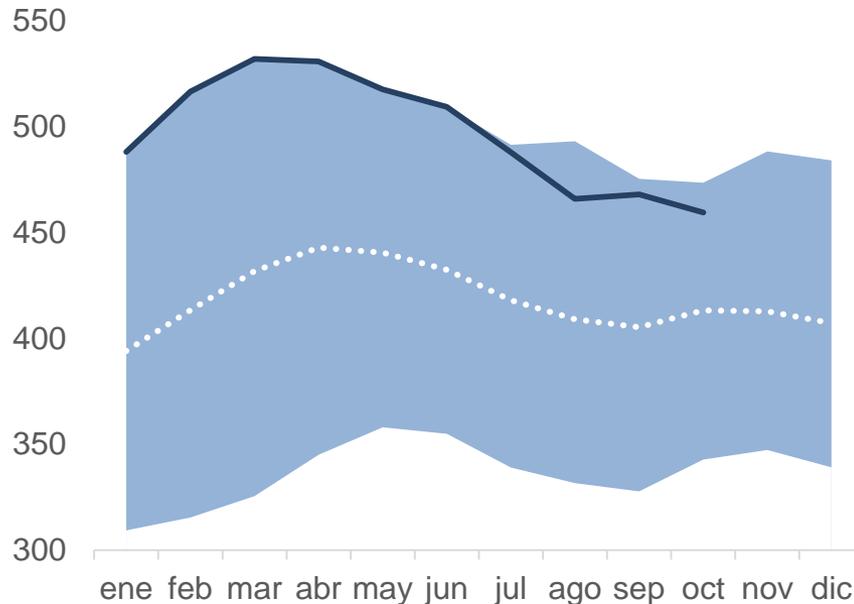
El Oráculo del petróleo

En el ojo del Huracán

- Como mencionábamos en [El Oráculo del petróleo | Nos acercamos a la temporada de aumento de inventarios](#), durante los meses de octubre, los inventarios de petróleo suelen aumentar en promedio 20.4 millones barriles por el inicio de la temporada de invierno. Sin embargo, este año han descendido 8.478 millones de barriles.
- Es así, como el stock de inventarios de petróleo que se mantuvo en máximos históricos hasta el primer semestre de este año; hoy en día, es inferior al del año pasado y ha tendido hacia el promedio histórico para esta temporada (ver gráfica 1).
- Este fenómeno se debe a que la producción de petróleo en Estados Unidos ha presentado una caída significativa atribuida a los huracanes que han afectado las plataformas petroleras en el golfo de México (ver gráfica 2).
- En tan solo un mes, la producción de petróleo que se acercaba a máximos históricos, cayó al mismo nivel que alcanzó por la crisis de sobreoferta actual del petróleo.
- De esta manera, es de esperarse que una vez todo vuelva a la normalidad, la producción e inventarios de petróleo vuelvan a aumentar, desfavoreciendo los precios del petróleo.

1. Inventarios de petróleo totales en EEUU (CdB)

Cifras en MM de barriles



2. Producción de petróleo diaria EEUU (CdB)

Cifras en MM de barriles



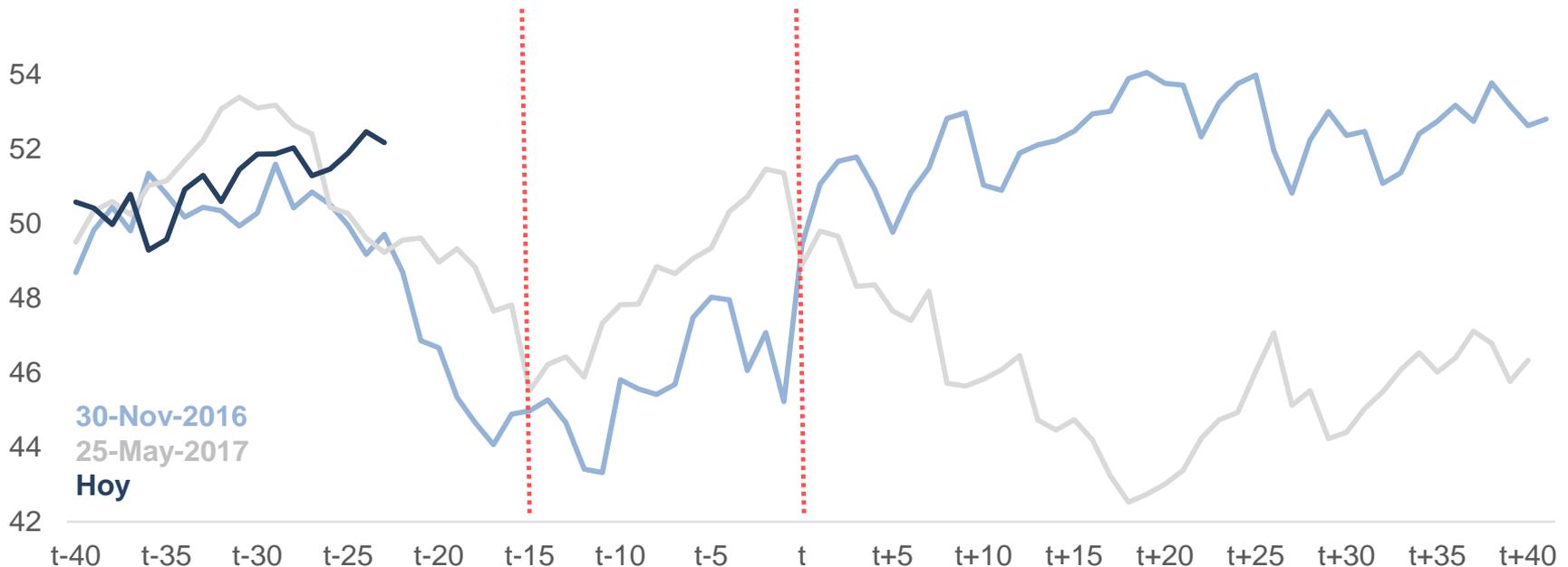
El Oráculo del petróleo

La OPEP pierde su gasolina

- El 30 de noviembre se llevó a cabo el Comité Ordinario Semestral de la OPEP, en el cual se anunció una nueva prolongación del acuerdo de recortes en la producción de petróleo de marzo a diciembre de 2018.
- Es importante resaltar que previo a darse los acuerdos (t-15 días), el petróleo ha reflejado un comportamiento al alza similar hasta la fecha del comité (t).
- Sin embargo, una vez hechos los anuncios (t), el comportamiento ha sido opuesto (t+60 días). El 1er anuncio (nov-2016) generó fortaleza en el petróleo hasta US\$54, mientras que en la 2da ocasión (may-2017) presentó una caída hasta US\$42 teniendo en cuenta que el mercado ya lo tenía incorporado.
- De esta manera, al igual que la última vez, creemos que los efectos del anuncio OPEP no representarán mayor fortaleza del petróleo y por el contrario la posibilidad que sea el último acuerdo de recorte, podría ser perjudicial siempre y cuando permanezcan los excesos estructurales de oferta (ver [El Oráculo del Petróleo | En el ojo del Huracán](#))

Comportamiento del petróleo antes y después del anuncio de recortes de producción OPEP (CdB)

t: 60 días antes y después de la junta OPEP



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

El Oráculo del Real Brasileiro

Nueva cosecha de Lula

- El Real Brasileiro, una de las divisas emergentes más importantes de la región y una de las que mayor impacto tiene sobre el peso colombiano, ha presentado una elevada volatilidad durante las últimas sesiones sustentada por factores políticos; al conocerse, que el expresidente Luiz Inácio Lula Da Silva lidera las encuestas presidenciales de octubre de 2018 con un 33%, lo que equivale a 20 puntos sobre el ultraderechista Jaír Bolsonaro que se ubica en el segundo lugar.
- Sin embargo, hay que tener en cuenta que al contar con la mitad más uno de los votos, se debería realizarse una segunda vuelta en la que podría ser derrotado.
- Pese a que los datos macroeconómicos apoyaron su labor como presidente (PIB en su periodo promedio 4.08%), una nueva elección del mismo traería consigo una percepción negativa por el mercado dado los líos judiciales por corrupción en los que se ha visto involucrado (ver gráfica). No obstante, vale la pena aclarar que la única manera en que Lula estaría inhabilitado para posicionarse en el cargo de llegar a ganar, sería en caso de que se confirmara una condena en su contra en segunda instancia.
- Teniendo en cuenta el impacto que pueden generar este tipo de factores políticos sobre las monedas de la región, será clave continuar haciéndole seguimiento a este evento una vez que los mercados están descontando una renovación política que genere mayor estabilidad y a la vez mayor confianza para los inversionistas.

1. Comportamiento del Real Brasileiro en cada periodo presidencial (CdB)

1995 - actualidad



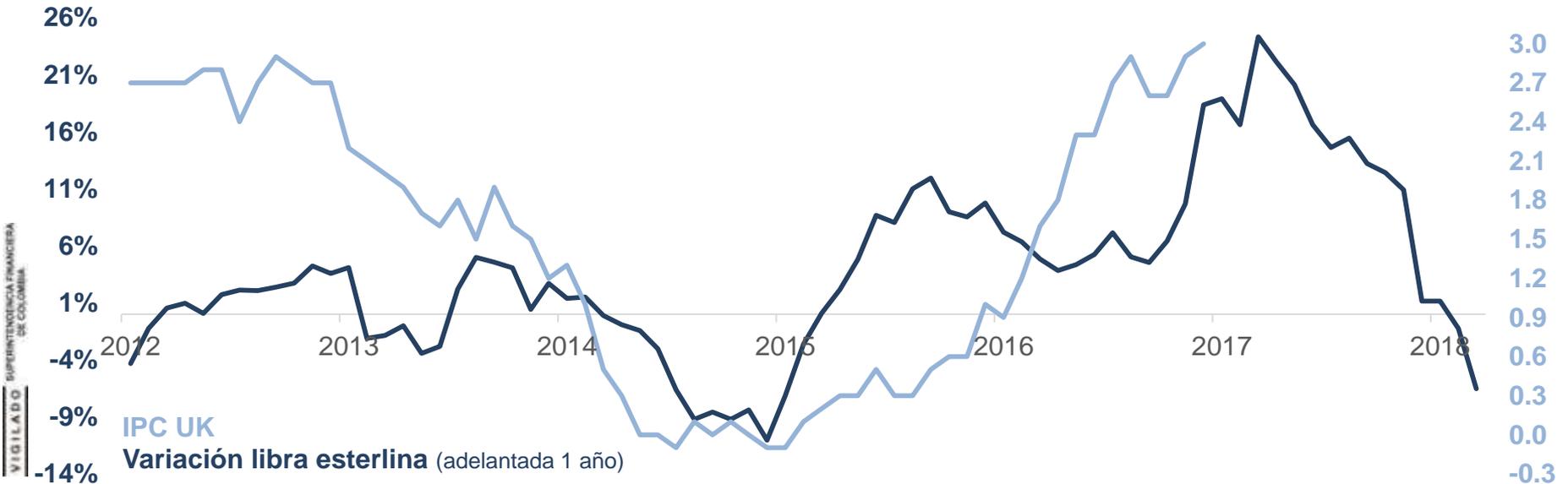
El Oráculo del Banco Central de Inglaterra

Media libra de inflación

- El jueves 2 de noviembre se llevó a cabo la reunión del Banco Central de Inglaterra (BOE), donde el consenso del mercado espera un aumento de tasas de interés en 25 pbs hasta 0.50%, siendo el primer aumento en los tipos de interés desde 2007. Sin embargo, consideramos que el BOE podría estar tomando una decisión equívoca teniendo en cuenta que la libra esterlina ahora se está revaluando.
- Hasta la fecha, la inflación venía aumentando por la devaluación que presentó la libra esterlina en un claro ejemplo de “pass through” (ver gráfica 1). No obstante, desde septiembre del año pasado la libra se ha fortalecido, previendo un descenso en los precios (el rezago entre ambos suele ser de alrededor de 1 año).
- De esta manera, teniendo en cuenta que el Reino Unido esta cerca de llegar al pico del IPC, consideramos que un posible incremento de tasas por parte del BOE sería prematuro, y que de llegar a suceder, podría llegar a ser revertido tal y como sucedió con el Banco Central Europeo durante 2011-2012. Lo anterior se debe a que el Reino Unido aún hace parte de Unión Europea, y una vez salga verá afectado su crecimiento económico.

1. IPC Reino Unido vs Devaluación Libra esterlina adelantada 1 año (CdB)

2012 - 2017



Se acerca la próxima crisis

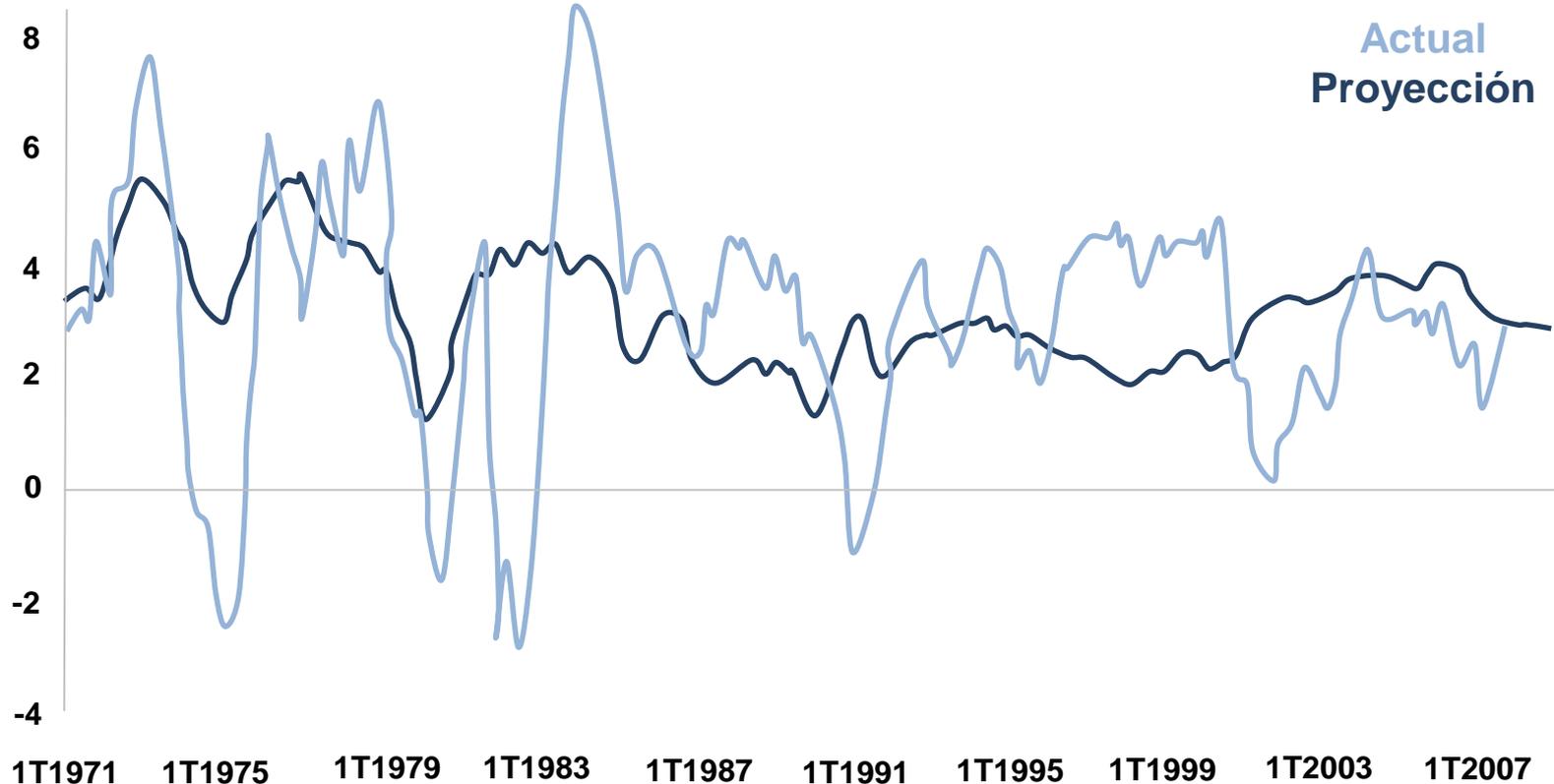
Mercado internacional

¿La “R” esta de vuelta?

Economistas nunca han predicho una recesión económica

Los analistas siempre son muy conservadores y pocas veces se arriesgan. Si no ven indicios de desaceleración o recesión, tenga en cuenta que nunca han predicho una.

Los analistas nunca han predicho una recesión en los últimos 35 años (SG Research)



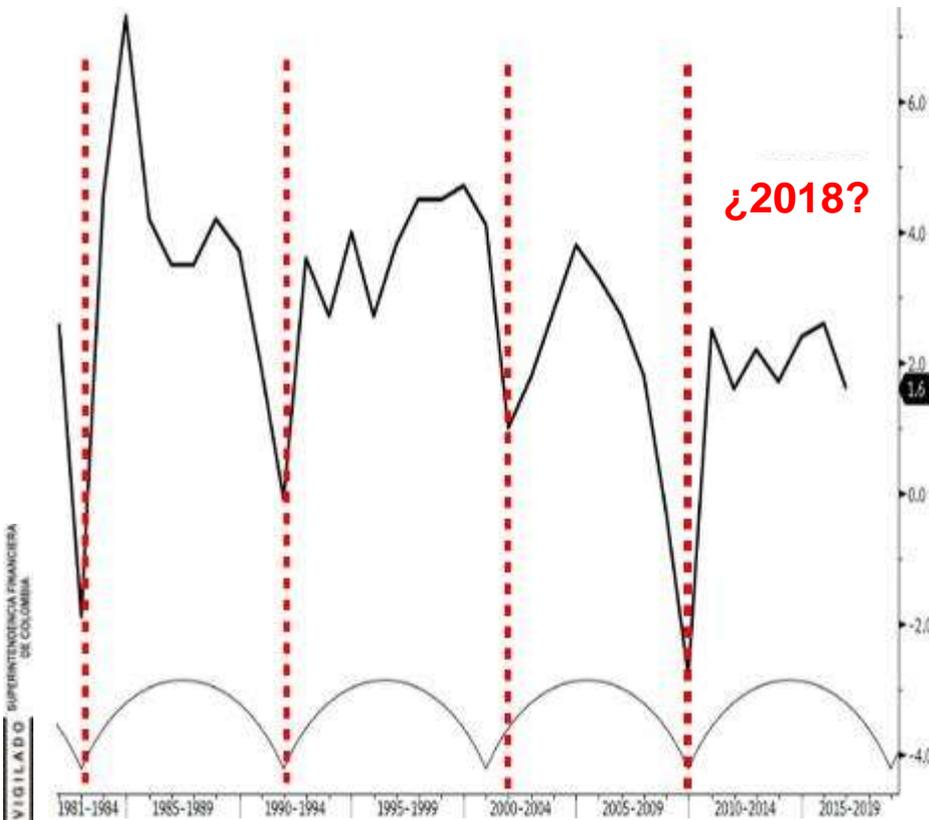
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

¿Vendrá otra crisis en 2018? Ciclo actual es el 3ro más prolongado

Su duración ha sido de 8 años, el máximo ha sido de 10 años

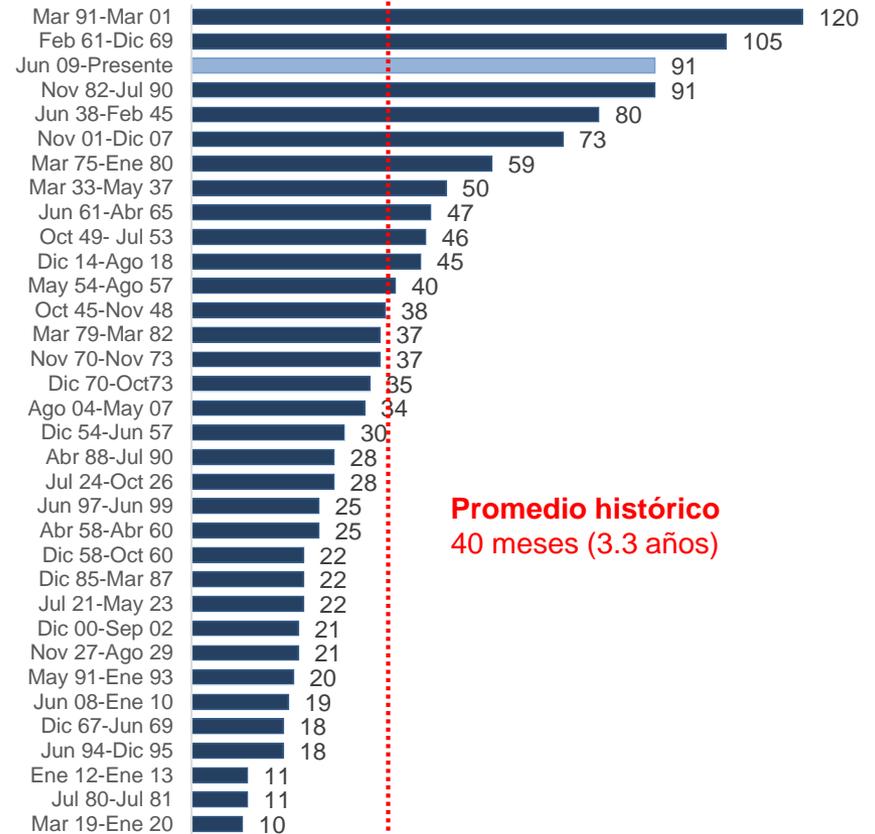
Todo en la vida es cíclico. Si EEUU no se desacelera en 2018, con mayor probabilidad podría llegarse a dar en 2019

PIB Trimestral US (CdB)



Duración ciclo económico en EEUU (ZeroHedge)

Meses, 1854 - fecha



Peticiones de subsidios de desempleo alcanzan mínimos desde 1973

Tasa de desempleo por debajo de nivel de pleno empleo (NAIRU)

La tasa de desempleo se ubica por debajo de su nivel de pleno empleo y el nivel alcanzado previo a la crisis de 2008. Aunque los salarios no han subido lo esperado (en parte por efectos tecnológicos), podrían estarse sobrecalentando

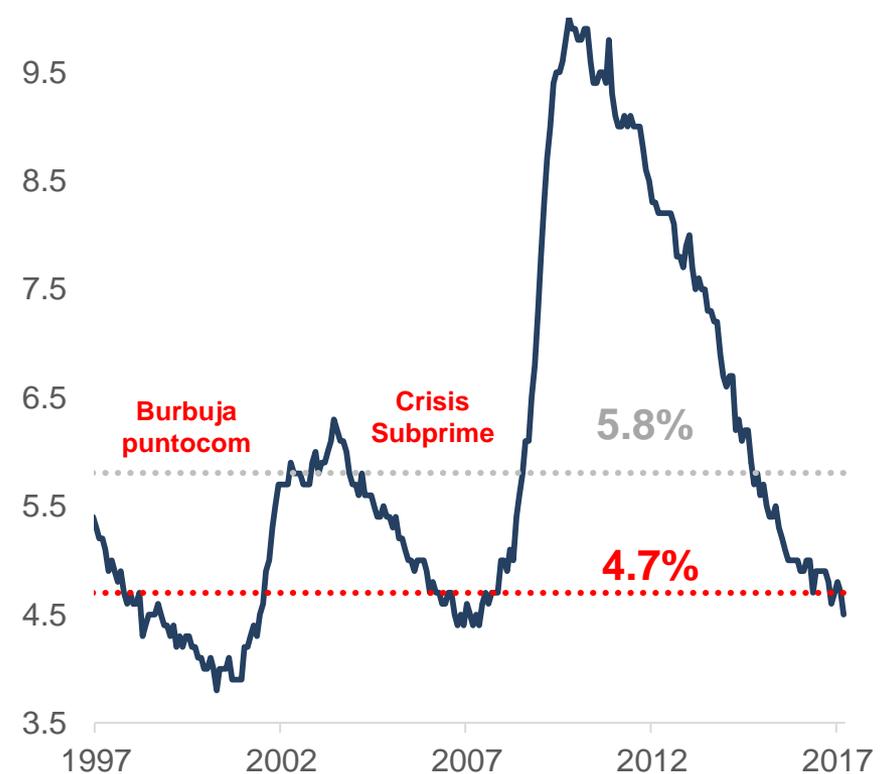
Subsidios de desempleo mensual (CdB)

Cifras en miles



Tasa de desempleo mensual (CdB)

(Desocupados/PEA) *100



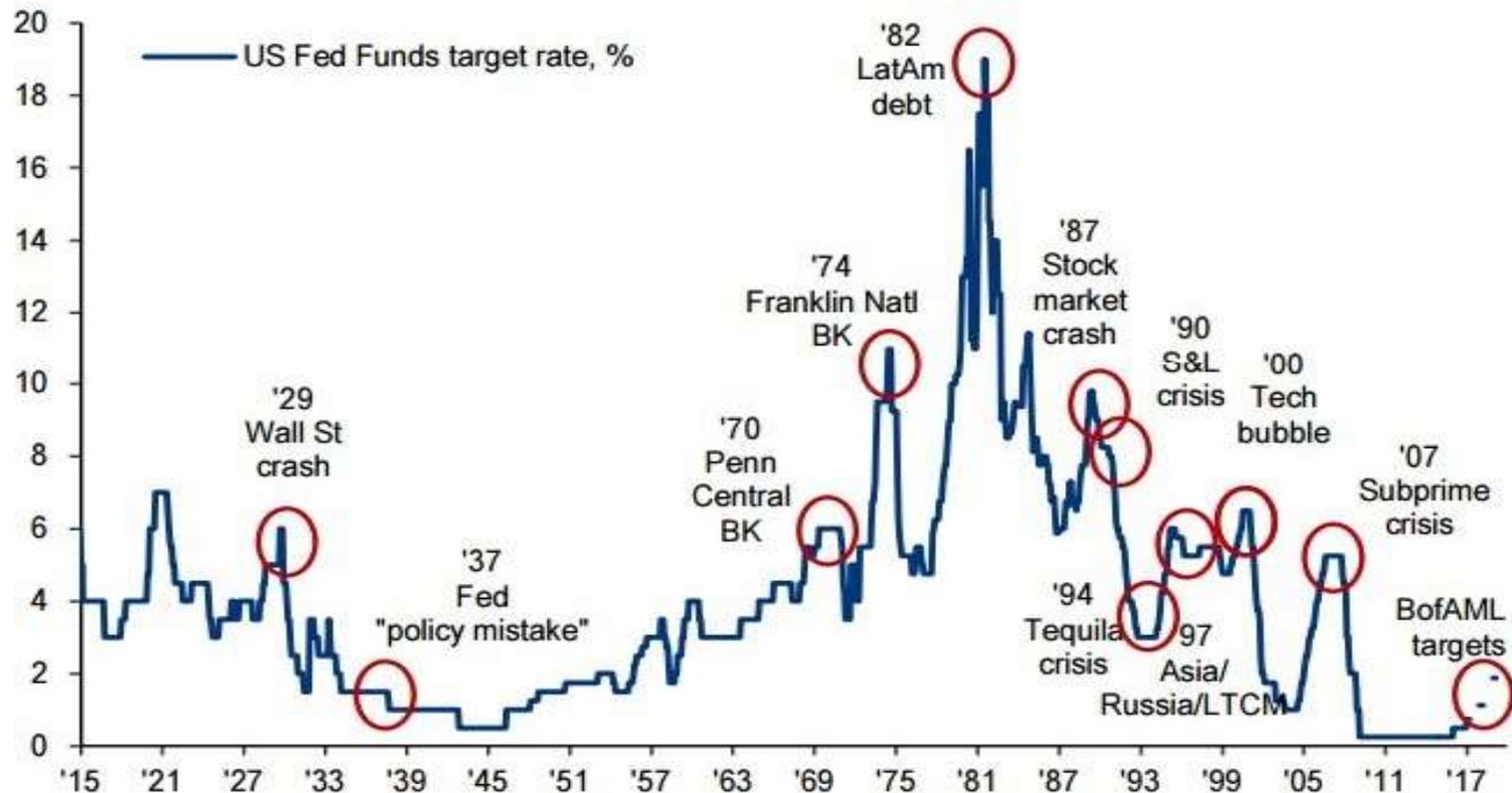
Ciclos de aumentos de tasas de interés usualmente terminan en crisis

¿Será diferente esta vez?

En estos momentos apenas estamos en el ciclo de aumento de tasas de interés. Se prevén 3 aumentos más en 2018. En el momento en que la FED finalice el ciclo, preocupémonos!

Fed tightening usually ends with a financial “event” (BofA Merrill Lynch)

1915- Fecha

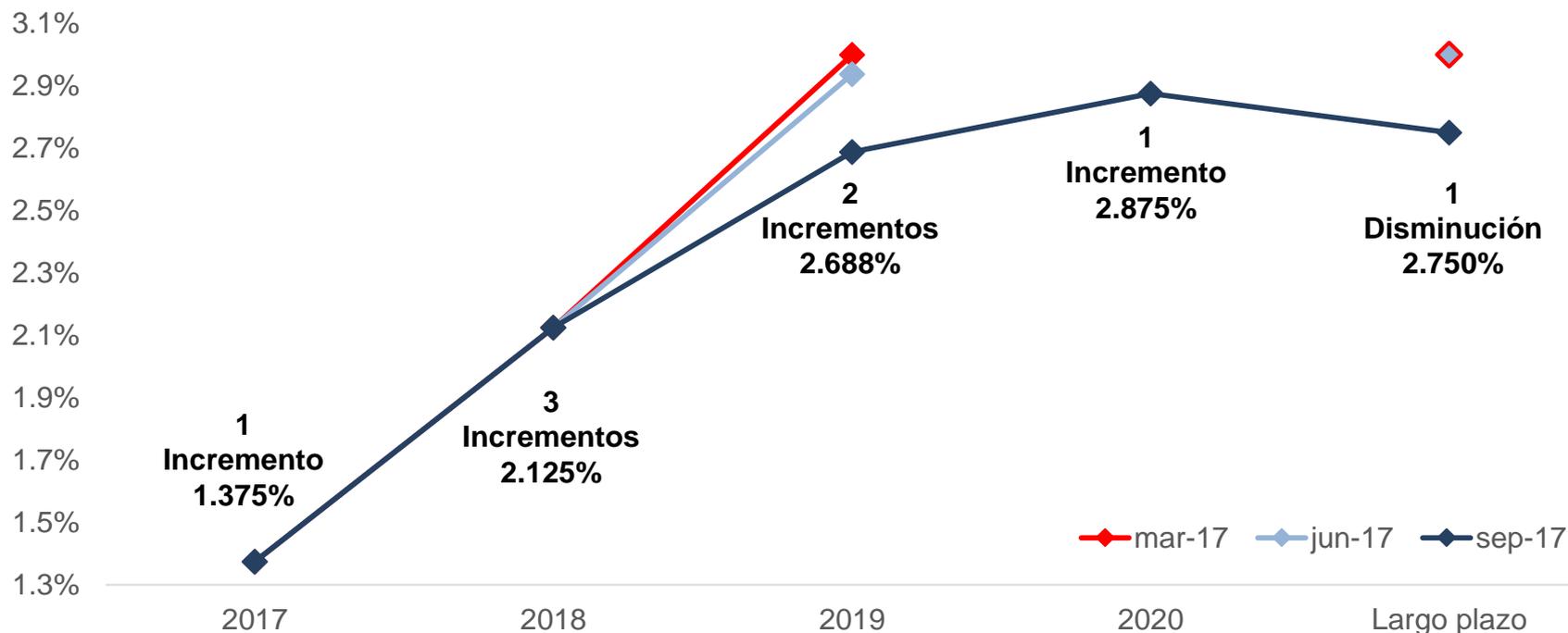


La FED continúa retando al mercado

Sin embargo, por primera vez ve la posibilidad de recortes en el futuro

- En su junta de septiembre, la FED reafirmó el inicio del ajuste del balance desde octubre, con disminuciones mensuales de US\$ 10.000 MM entre títulos de deuda pública e hipotecas, aumentable trimestralmente en US\$ 10.000 MM hasta alcanzar US\$ 50.000 MM.
- En contra de las expectativas del mercado, la FED mantiene firme la posibilidad de 1 incremento de tasas adicional este año (factiblemente para diciembre), y 3 incrementos durante 2018. Sin embargo, **nos llama la atención que la proyección de tasas desde 2019 en adelante, fue revisada a la baja respecto a la proyección anterior, y por primera vez se proyecta una disminución en el futuro, en línea con una expectativa de menor crecimiento económico** (PIB 2017: 2.4%, 2018: 2.1%, 2019: 2.0%, 2020 y Largo Plazo: 1.8%).
- A primera vista, aunque parece prematuro hablar de un ciclo de desaceleración económica, cada año que pase será más probable que suceda debido a lo prolongado que ha sido el ciclo económico actual (el 3ro más prolongado en toda la historia).

Cambios trimestrales de proyección tasas de interés por parte de la FED (CdB)

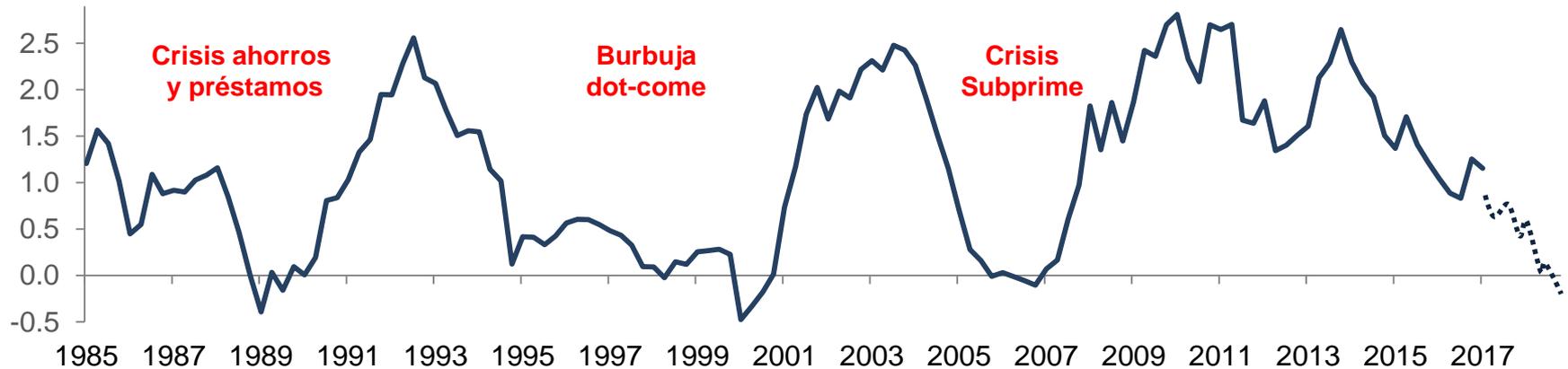


Aplanamiento de la curva de Tesoros tiende a niveles de crisis

Tesoros corto plazo subirán como tasas FED, largo plazo estable como el IPC

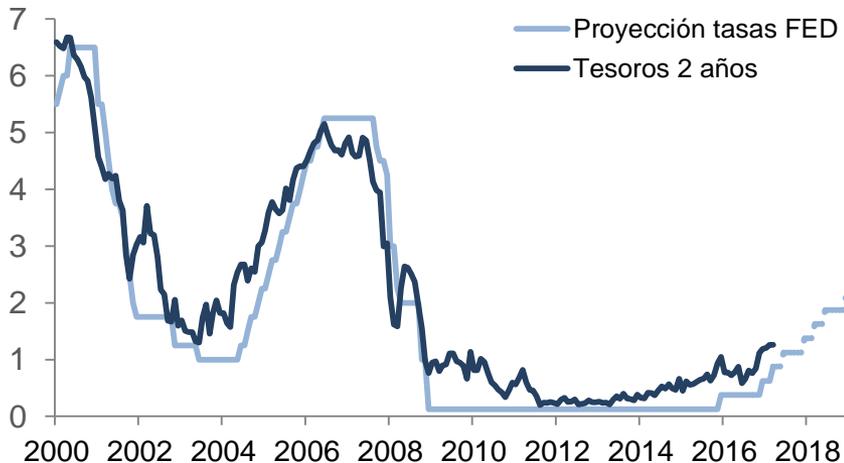
Empinamiento curva Tesoros Americanos (CdB)

1985- Fecha



Tesoros 2 años vs tasa FED (CdB)

Proyecta 2 incrementos adicionales en 2017, 3 en 2018



Tesoros 10 años vs IPC desarrollados (CdB)

Proyección hasta diciembre de 2017, petróleo de 45



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Las burbujas más grandes del mundo

Hipotecarias, VIX, BitCoin, deuda high yield, entre otros

Las 14 burbujas más grandes del mundo actual (Alberto Gallo's)

Potential bubbles	Type	Size	Duration	% Appreciation	Valuations	Bubble risk indicator
Australian Property Market	Real economy	A4.9tn	29 years	510%	Loan to income ratios were 1.8x their long term average	High
London Property Market	Real economy	LBR6tn	25 years	333%	Loan to income ratios were 2.3x their long term average	High
Hong Kong Property Market	Real economy	HK20tn	12 years	67%	Average home prices were 18.1x gross anual median household income in 2016	High
Short VIX ETFs	Financial	3bn	7 years	705%	Market-implied volatility at histotical lows;VIX average in 2017 at 11.4 vs long-term average of 19.4	High
BitCoin	Financial	56bn	2 years	1526%	Price highly sensitive to regulatory changes	High
FAANGS	Financial	2.5tn	12 years	1363%	Pricing unlimited earnings potential	High
EM HY	Financial	935bn	9 years	240%	Current yield at half of long-term average 0.04% percentile rank in long-term range	Medium/High
SPX	Financial	22tn	8 years	213%	P/E ratio 30% above long-term average	Medium
Bunds	Financial	EUR2tn	27 years	10y Bund yield 860bp tighter	10y Bund yield 370bp tighter vs long-term average 6.4% percentile rank in long-term range	Medium
USTs	Financial	20tn	30 years	10y UST yield 700bp tighter	10y UST yield 400bp tighter vs long-term average 6.1% percentile rank in long-term range	Medium
US IG	Financial	6.4tn	9 years	Spread 252bp tighter	Current spread 6bp tighter vs long-term average 49% percentile rank in long-term range	Medium
US HY	Financial	1.3tn	9 years	Spread 970bp tighter	Current spread 118bp tighter vs long-term average 27% percentile rank in long-term range	Medium
European IG	Financial	EUR2.1tn	9 years	Spread 383bp tighter	Current spread 28bp tighter vs long-term average 39% percentile rank in long-term range	Low
European HY	Financial	EUR330bn	9 years	Spread 1116bp tighter	Current spread 273bp tighter vs long-term average 4% percentile rank in long-term range	Low

Crecimiento, IPC y Tasas

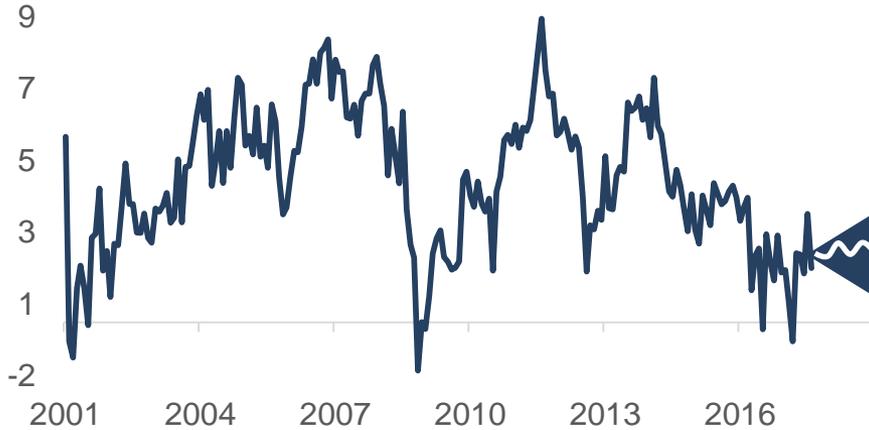
Leve recuperación

Economía tocaría fondo en 2017, rebotaría levemente en 2018

Estabilidad tasa de cambio y descenso IPC beneficia Confianza Consumidor

PIB Mensual (CdB)

Variación anual, ISE



- = **(21%) Establecimientos financieros:** La cartera comenzaría a recuperarse en el 2S18 por la disminución de tasas de interés
- ▲ **(12%) Comercio:** Efecto a favor, estabilidad del dólar e IPC, aumento en confianza al consumidor (negativo elecciones)
- = **(11%) Industria:** Menos aporte de Reficar toda vez que ha alcanzado el 100% de su funcionamiento. No somos más competitivos
- ▼ **(7%) Construcción:** Demora en cierre financieros en 4G a la espera de aprobación de Ley de Infraestructura y fórmula de liquidación
- = **(6%) Minas:** Relativa estabilidad del precio del petróleo
- = **(6%) Agricultura:** Por el momento no hay riesgos de fenómenos climáticos (a inicio de 2017 se presentó el fenómeno de La Niña)
- = **Inversión:** Disminución inversión pública por recorte del gasto de la Nación y Ley de Garantías.

En Casa de Bolsa proyectamos que el crecimiento de 2018 se ubique entre 1.7% y 2.2% (2% caso más probable)

Confianza al consumidor vs Dólar invertido (CdB)



Confianza al consumidor vs IPC anual invertido (CdB)



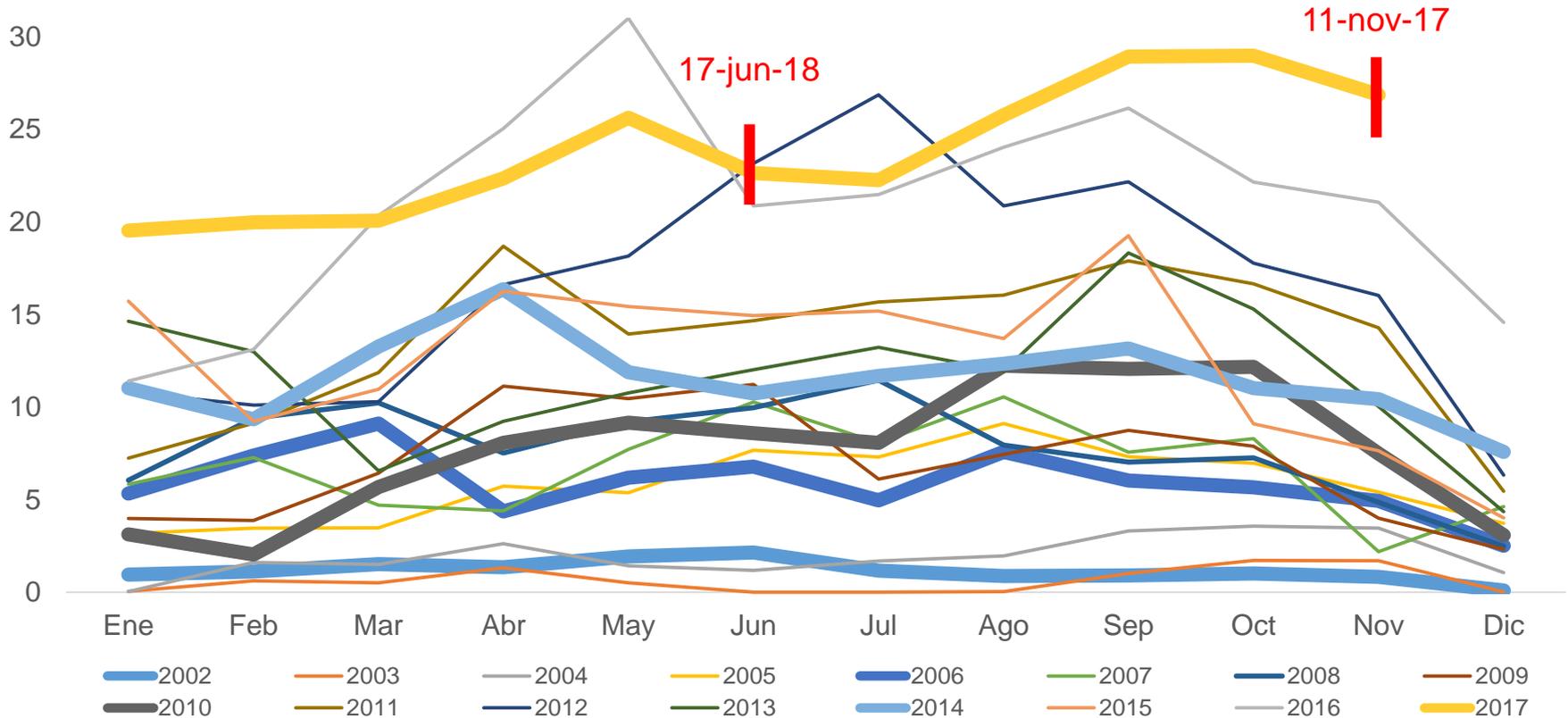
La Inversión Pública se afectará por el inicio de la Ley de Garantías

La cuál se prolongaría hasta el 17 de junio por la 2da vuelta presidencial

Actualmente el saldo disponible de la Dirección del Tesoro Nacional en el Banco de la República asciende a \$26.8 billones, su nivel más elevado en su historia como consecuencia del ingreso de recursos por laudo arbitral de Claro y COLTEL, capitalización de COLTEL, finalización anticipada de la financiación del año 2017 con Títulos TES a través del esquema de subastas y mayores saldos de recursos administrados principalmente de establecimientos públicos, que forman parte de la Cuenta Única Nacional y del Sistema General de Regalías.

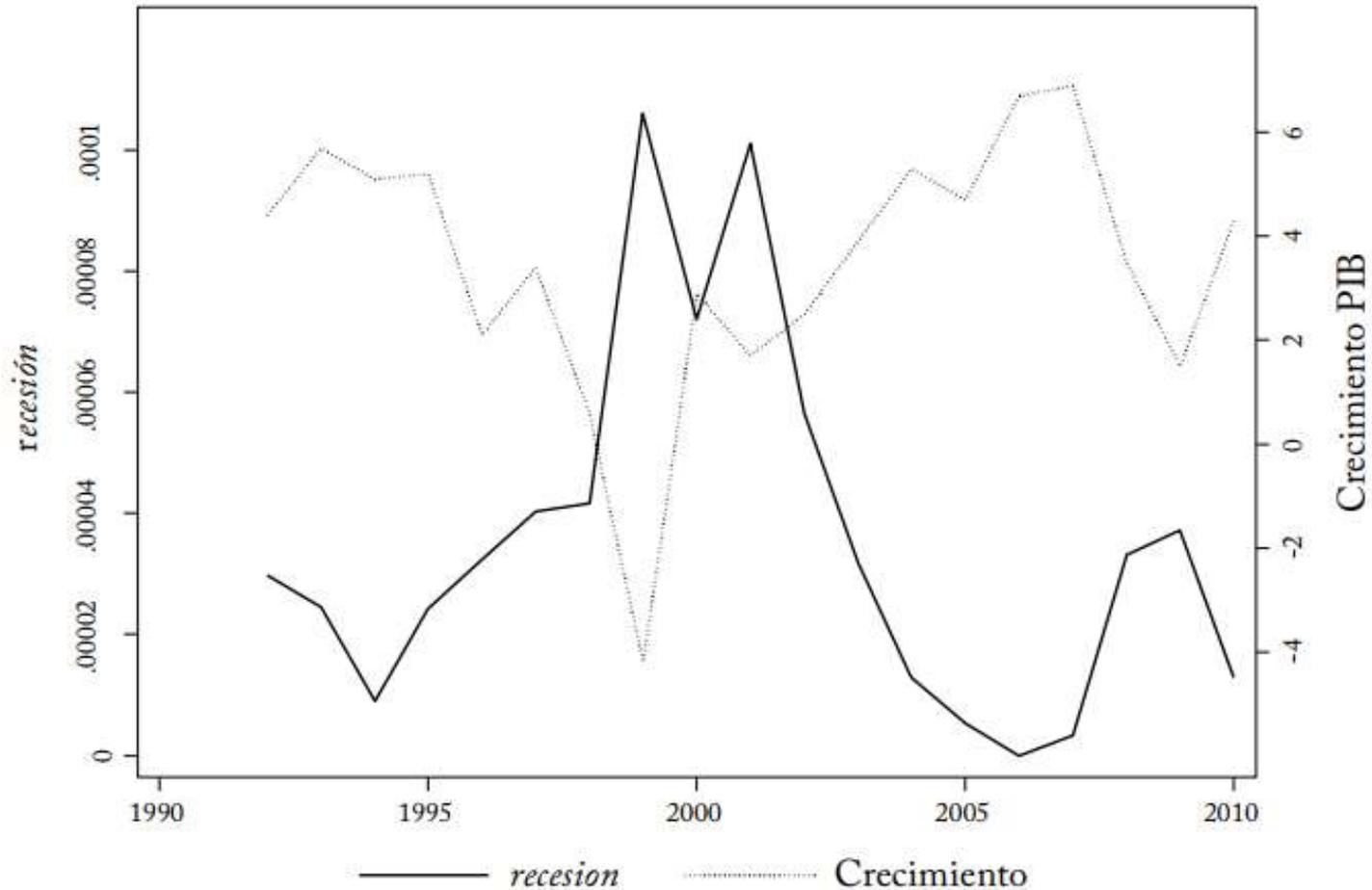
Saldo disponible DTN en el BanRep (CdB)

Cifras en billones COP



Economía saldrá del estanco cuando dejemos el pesimismo (recesión) y aumente el optimismo (confianza)

PIB vs Número de veces usada la palabra Recesión en prensa (Revista de Economía Institucional)

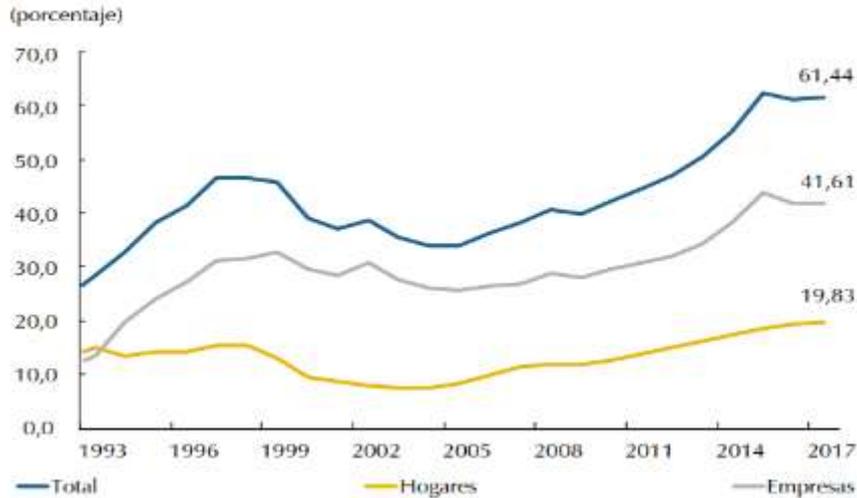


VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

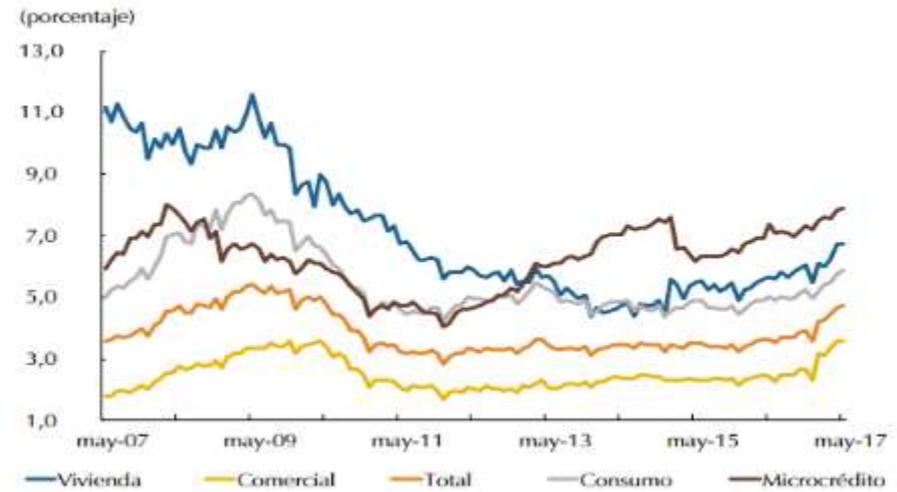
La deuda como porcentaje del PIB se ubica en máximos históricos

Desaceleración cartera no ha sido suficiente para incentivar inversiones

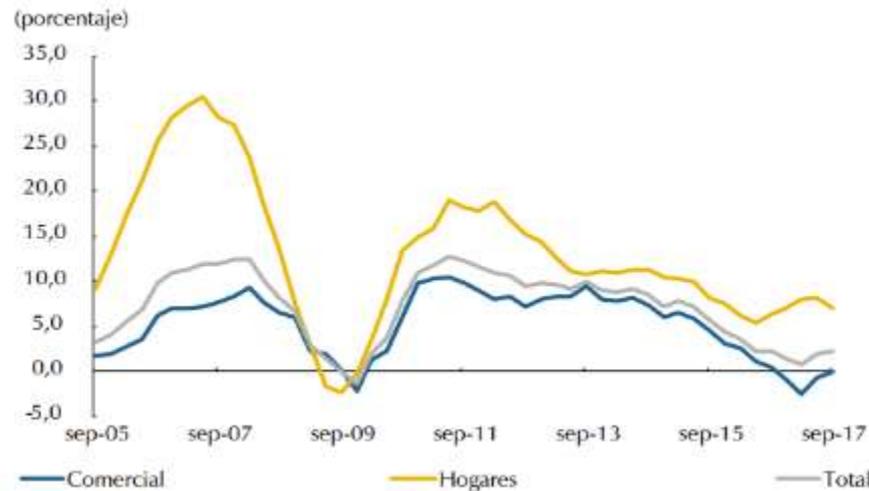
Endeudamiento como proporción del PIB (Banrep)



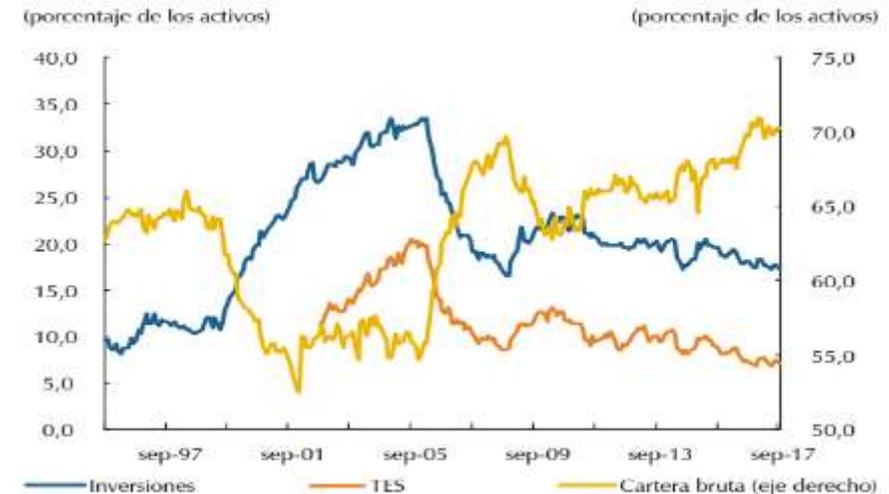
Indicador de mora (Cartera vencida/cartera total) (Banrep)



Variación anual real del endeudamiento (Banrep)



Cartera, inversiones y TES en sistema financiero (Banrep)



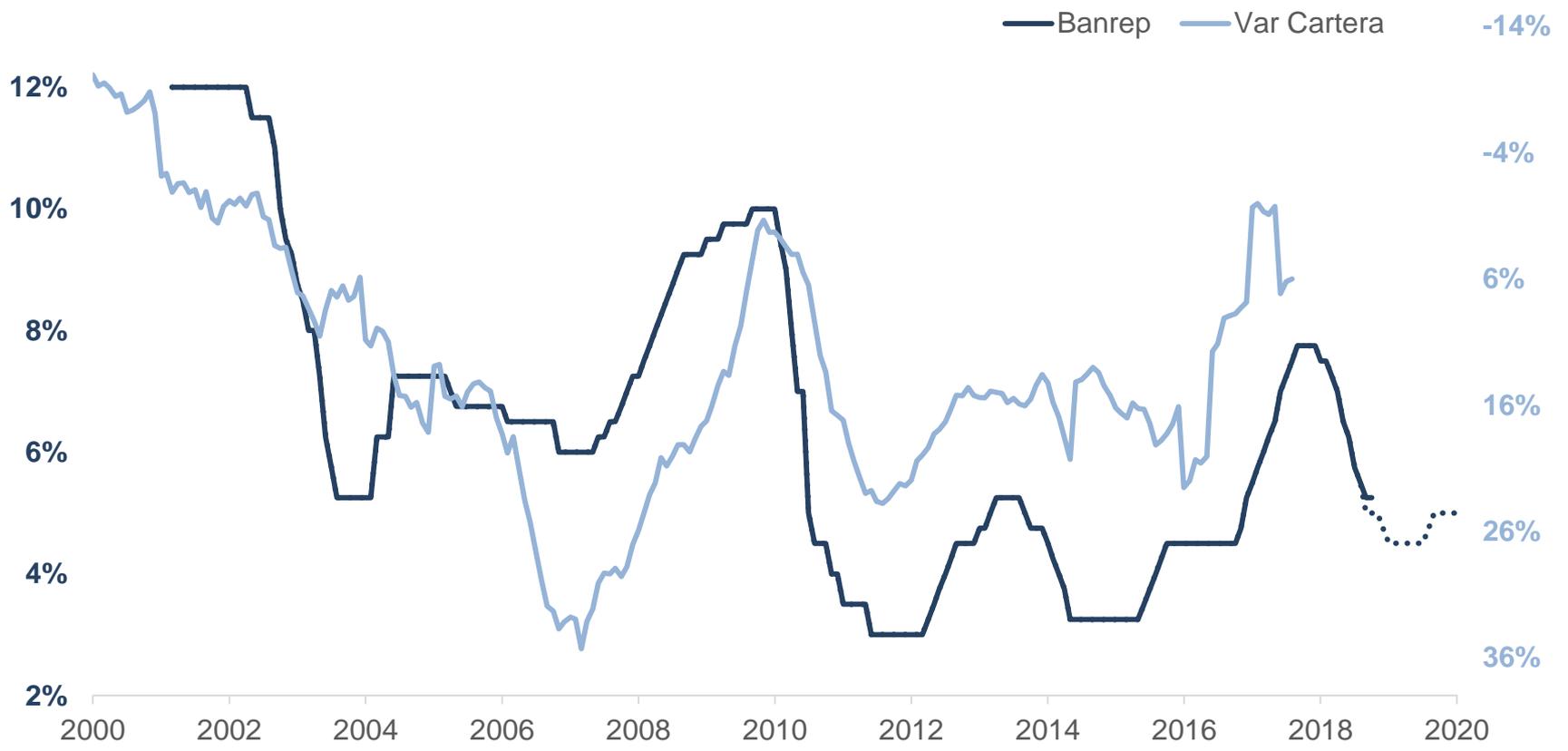
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Consumo se beneficiaría por disminución de tasas de interés

Reducción de tasas de 2017 favorecerán cartera en 2018 (rezago 1 año)

Teniendo en cuenta este rezago (1 año), la disminución de las tasas de interés incentivará el crecimiento de la cartera en el segundo semestre de 2018

Tasas Banrep vs crecimiento cartera invertida (CdB)



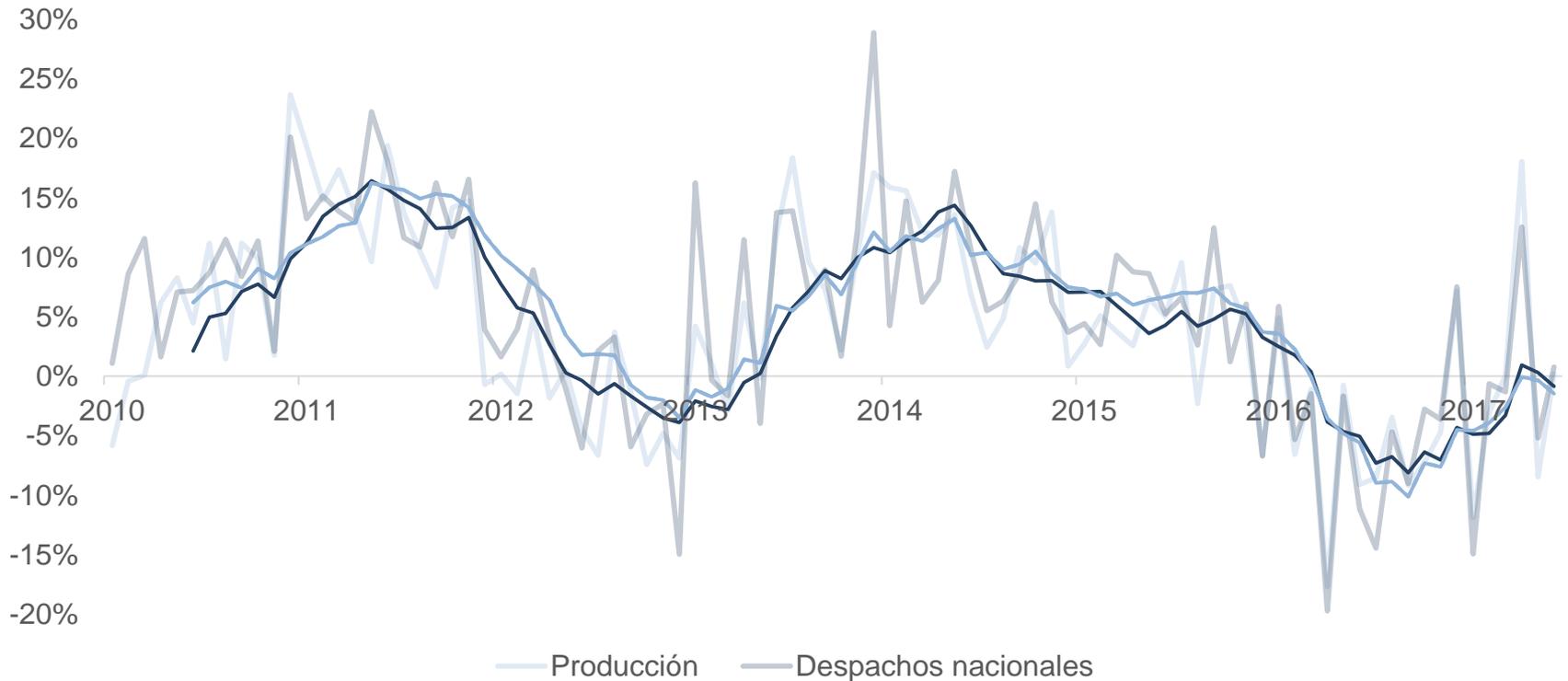
Producción y despachos de cemento

Aunque no están creciendo, ya no se están contrayendo

Aunque la producción y los despachos de cemento no están creciendo, por lo menos ya nos se están contrayendo como lo hicieron en gran parte de 2017

Producción y despachos de cemento (BdB)

Variación anual



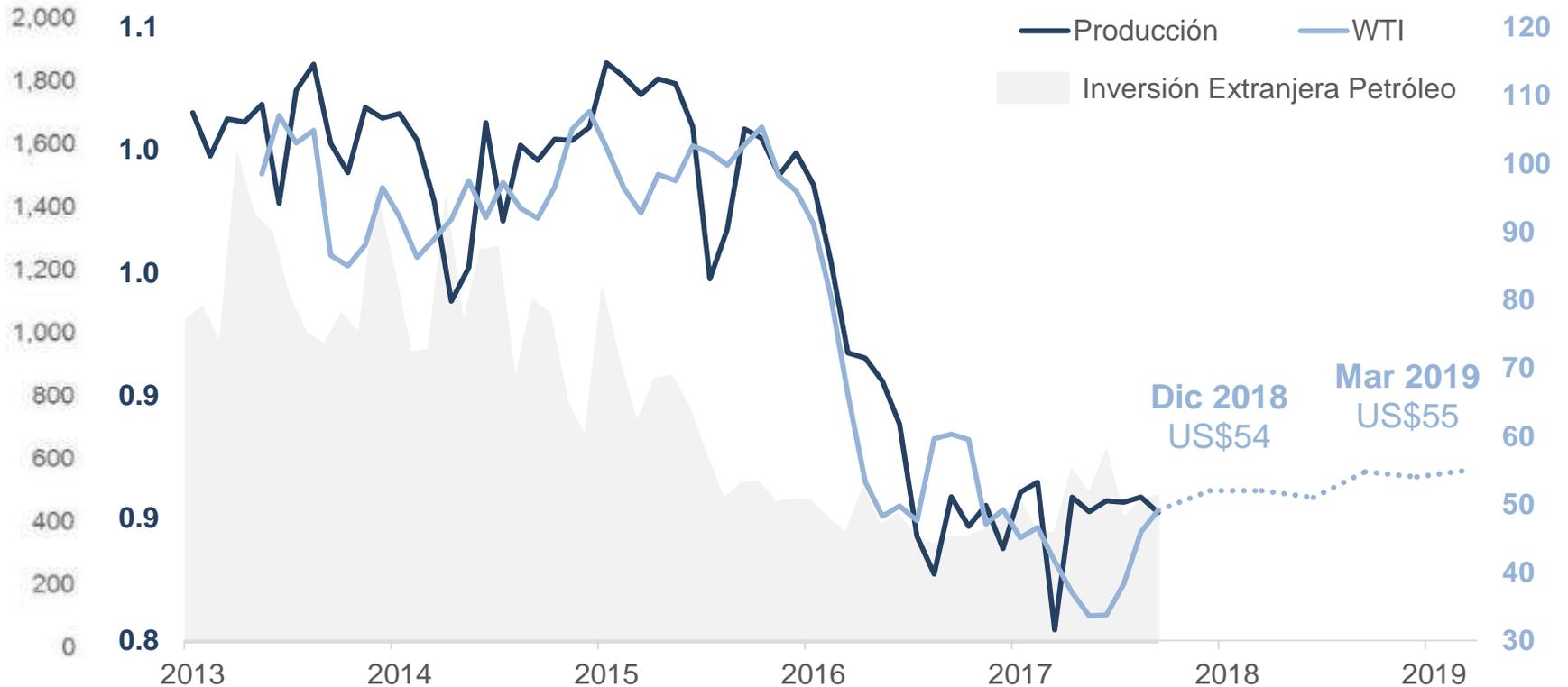
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Producción de petróleo e Inversión Extranjera Directa (60% del total)

Dependen completamente del comportamiento del petróleo

La Inversión Extranjera Directa seguirá siendo baja teniendo en cuenta que en su mayoría se destina al petróleo (60%).
Mientras el petróleo se mantenga bajo, la producción de crudo tampoco aumentará

WTI vs Producción de petróleo e Inversión Extranjera Directa Minería (CdB)

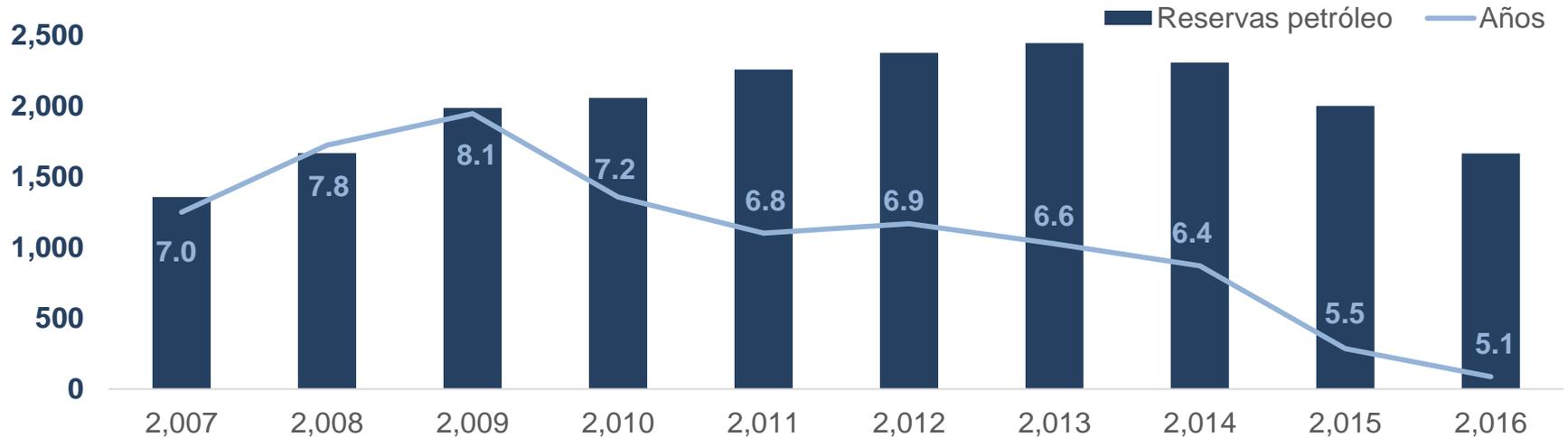


VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

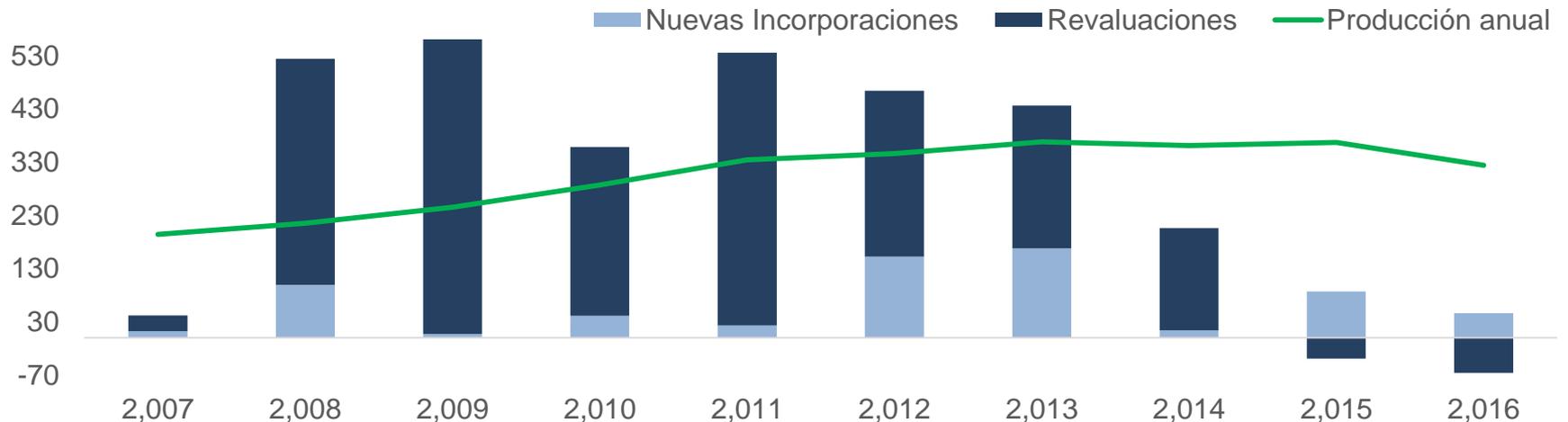
Las reservas de petróleo son de 5 años (subirían en 2017)

Incorporación de reservas ya no compensa la producción de crudo

Histórico reservas probadas de petróleo y duración en años Colombia (ANH)



Producción de petróleo e incorporación de reservas anuales (ANH)



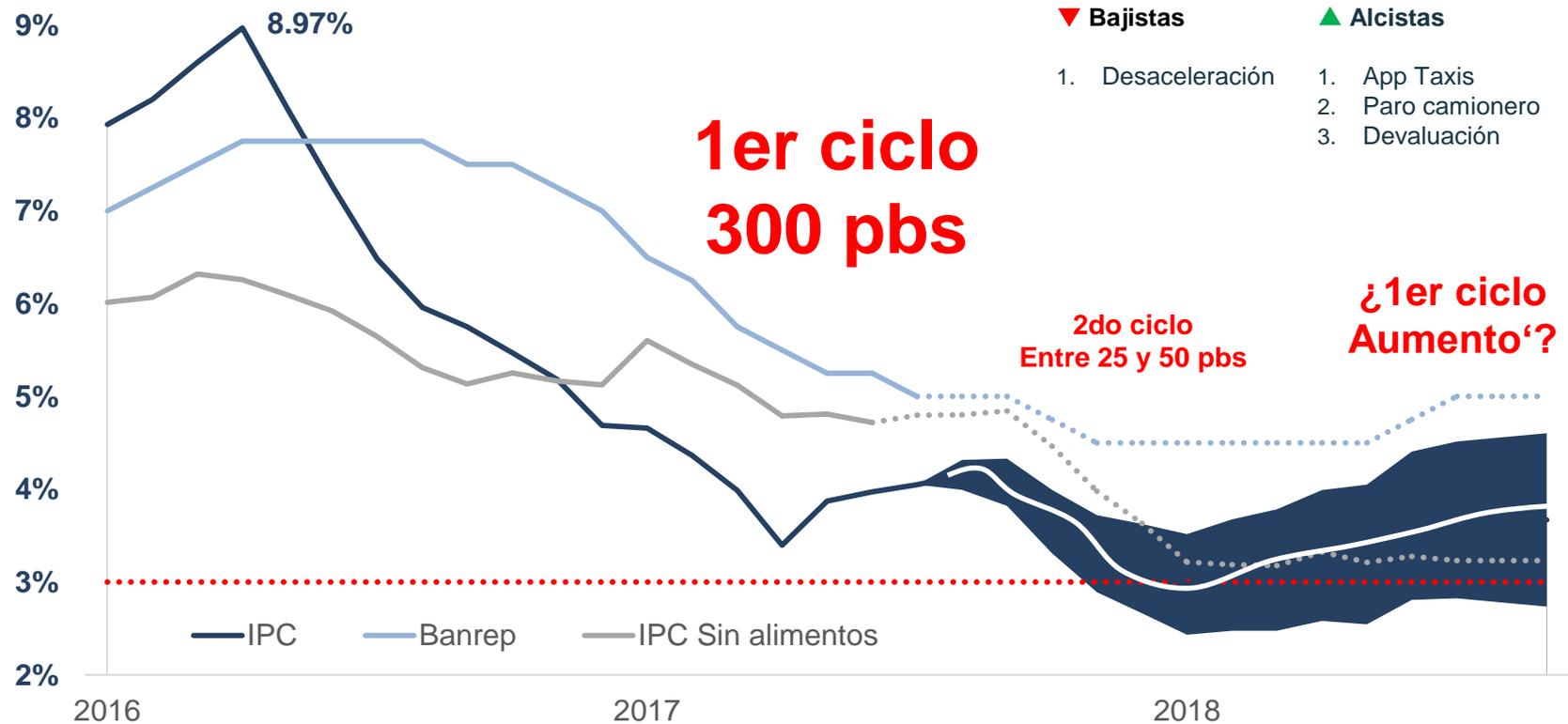
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Al iniciar 2018 habría un 2do ciclo de disminuciones de tasas Banrep

Sin embargo sería inferior al 1er ciclo (300 pbs vs 50 pbs)

La inflación descendería en el primer semestre por el efecto base a favor generado por el incremento del IVA del 16% al 19% en 2017. En la segunda parte del año aumentaría por el mismo motivo (variaciones mensuales bajas de alimentos del 2S2017)

Proyección IPC y tasas Banrep (CdB)



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

El Oráculo del Banrep

¿Cuándo finalizaría REALmente el ciclo de disminuciones de tasas?

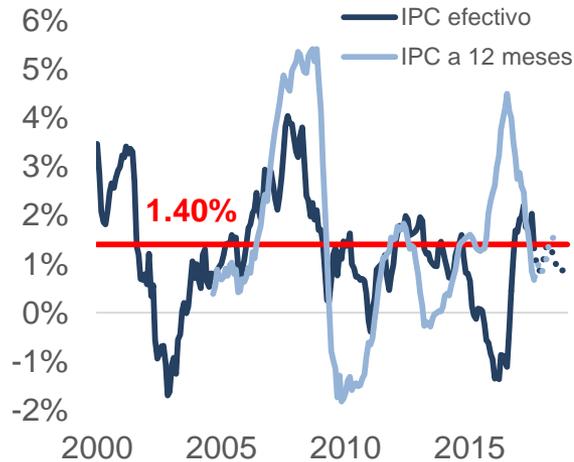
Teniendo en cuenta que el Banrep considera que la tasa de interés real neutral es 1.40%, los casos en que podría llegarse a presentar un segundo ciclo de disminuciones de tasas serían cuando:

1. La inflación se consolide (promedie el año) por debajo del 3.00% consistentemente, una vez que el nivel de tasa actual (4.75%) comenzaría a ser contractivo (tasa de interés real de 1.70%)
2. El Banrep persiga la inflación, es decir, que disminuya tasas en la primera parte del año cuando el IPC desciende hasta el 3.00%, y la aumente en el segundo cuando el IPC suba hasta 3.67%.
3. Que el Banrep decida tomar una política monetaria expansiva (una tasa de interés real inferior al 1.40%)

Por último, cabe resaltar que en términos reales, el segundo ciclo sería inferior al actual (300 pbs vs 50 pbs)

1. Proyección tasa interés real (CdB)

Encuesta expectativas Banrep



2. Escenarios de Tasa de interés real (CdB)

Variando tasas Banrep e IPC

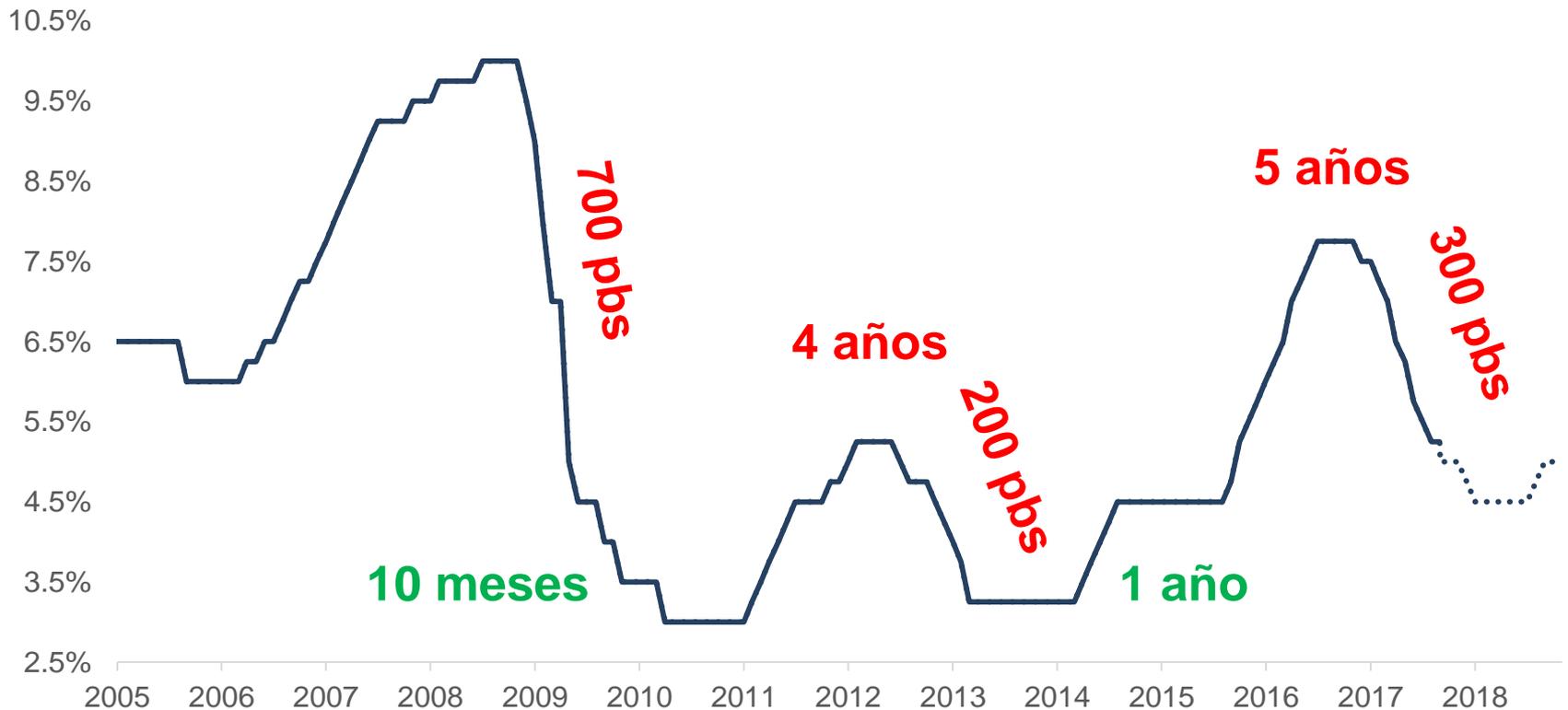
Escenarios Tasa Banrep	Escenarios IPC										
	2.50%	2.75%	3.00%	3.25%	3.50%	3.75%	4.00%	4.25%	4.50%	4.75%	5.00%
4.00%	1.46%	1.22%	0.97%	0.73%	0.48%	0.24%	0.00%	-0.24%	-0.48%	-0.72%	-0.95%
4.25%	1.71%	1.46%	1.21%	0.97%	0.72%	0.48%	0.24%	0.00%	-0.24%	-0.48%	-0.71%
4.50%	1.95%	1.70%	1.46%	1.21%	0.97%	0.72%	0.48%	0.24%	0.00%	-0.24%	-0.48%
4.75%	2.20%	1.95%	1.70%	1.45%	1.21%	0.96%	0.72%	0.48%	0.24%	0.00%	-0.24%
5.00%	2.44%	2.19%	1.94%	1.69%	1.45%	1.20%	0.96%	0.72%	0.48%	0.24%	0.00%
5.25%	2.68%	2.43%	2.18%	1.94%	1.69%	1.45%	1.20%	0.96%	0.72%	0.48%	0.24%
5.50%	2.93%	2.68%	2.43%	2.18%	1.93%	1.69%	1.44%	1.20%	0.96%	0.72%	0.48%
5.75%	3.17%	2.92%	2.67%	2.42%	2.17%	1.93%	1.68%	1.44%	1.20%	0.95%	0.71%
6.00%	3.41%	3.16%	2.91%	2.66%	2.42%	2.17%	1.92%	1.68%	1.44%	1.19%	0.95%
6.25%	3.66%	3.41%	3.16%	2.91%	2.66%	2.41%	2.16%	1.92%	1.67%	1.43%	1.19%
6.50%	3.90%	3.65%	3.40%	3.15%	2.90%	2.65%	2.40%	2.16%	1.91%	1.67%	1.43%

Los ciclos de disminución de tasas dependen del ciclo económico

Se dan en promedio cada 4.5 años, ciclos estabilidad han durado 11 meses

Teniendo en cuenta que en 2018 finalizaría el ciclo de disminución de tasas de interés, es posible que antes de finalizar el mismo año inicie un nuevo ciclo de incremento de tasas. Los dos últimos ciclos de estabilidad duraron en promedio 11 meses, lo cual sugiere incrementos de tasas desde noviembre o diciembre de 2018.

Ciclos de Tasas Banrep (CdB)



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

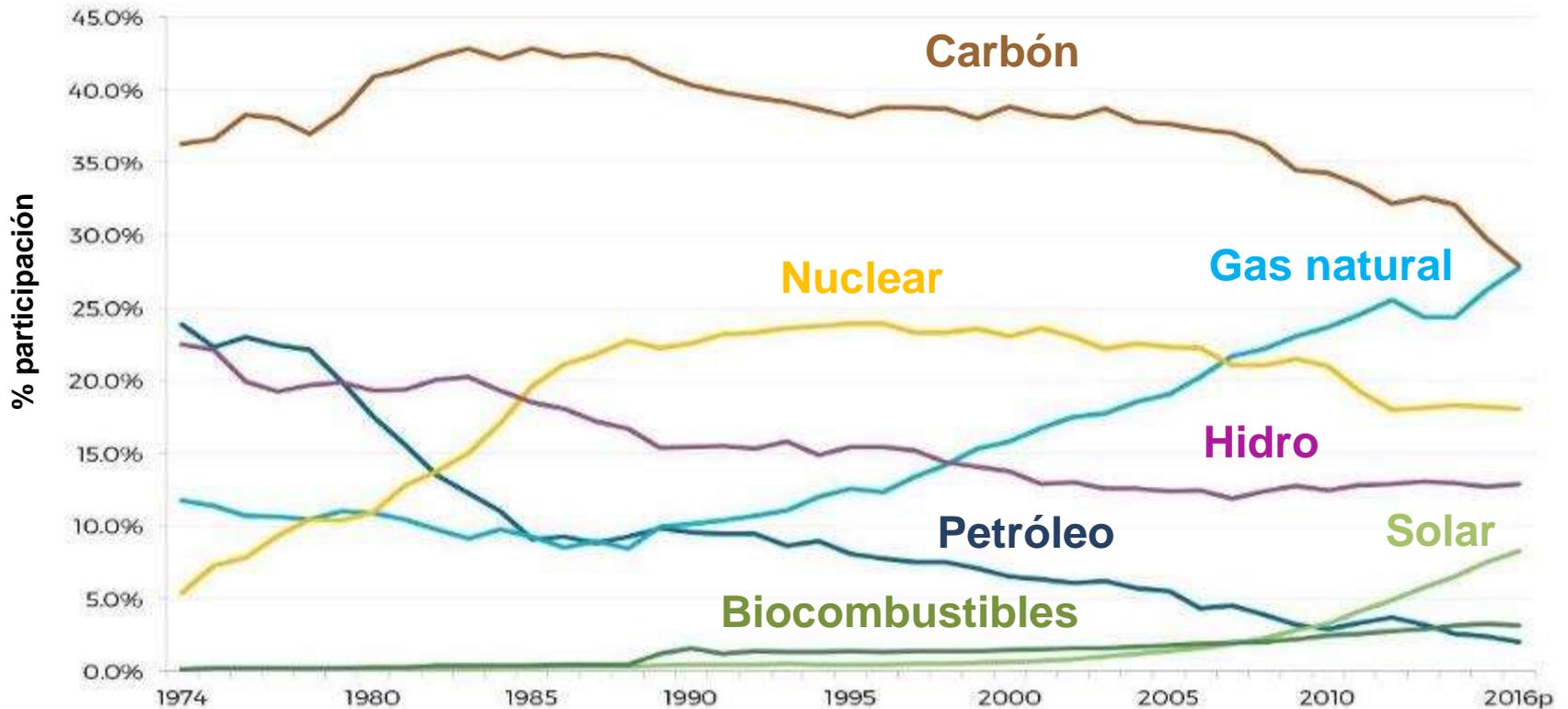
La energía renovable es el futuro

Hay que cambiar el paradigma, el valor no está en el petróleo

Así tengamos las reservas de carbón más grandes a nivel mundial y utilicemos nuestro tiempo en búsqueda de petróleo, el mundo está demandando fuentes de energía renovables (Gas natural, Solar, Hidro). Arabia Saudita venderá parte de la petrolera Aramco para diversificar su economía.

Producción electricidad por tipo de fuente (IEA)

1974-2016



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

No nos quedemos atrás

China, Dinamarca, Francia, entre otros ya lo están haciendo

Que no seamos nuevamente los últimos
También tiene que ver profundamente con nuestra inversiones

Producción electricidad por tipo de fuente (IEA)

1974-2016



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Estrategia Renta Fija

TES y Deuda Corporativa

Estrategia en Renta Fija para 2018

El 1er semestre se favorecerá la tasa fija, el 2do la indexación al IBR e IPC

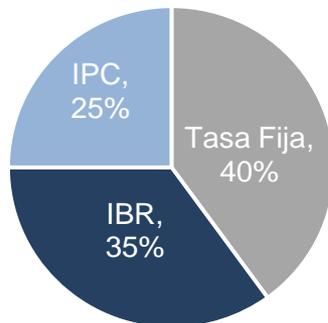
1er semestre

Para el primer semestre del año sugeriremos sobreponderar los títulos en Tasa Fija, para beneficiarse de las disminuciones de tasas de interés que hacen falta por hacer.

Tasa fija (disminución de tasas)
IBR (diversificación)
IPC (caída de inflación)

En TES, sugerimos tomar utilidad en TES UVR de corto plazo al inicio de año (anticipándose al fin del ciclo de inflaciones mensuales elevadas). En TES COP, sugerimos mantener posiciones de baja y media duración con elevado cupón (octubre 2018 y julio 2020)

TES UVR (venta inicio año)
TES COP
(corta duración)



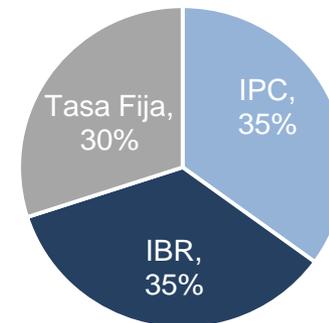
2do semestre

Para el segundo semestre del año sugeriremos la indexación en IPC e IBR, para beneficiarse del incremento que tendría la inflación por base estadística, y la posibilidad de que el Banrep empiece a subir tasas.

IPC (incremento inflación)
IBR (diversificación)
Tasa fija (estabilidad tasas)

En TES UVR, sugerimos comprar TES de corta y media duración alrededor de septiembre para beneficiarse del inicio de ciclos de inflaciones mensuales altas. En TES COP, sugerimos alargar la duración (2024-2026)

TES UVR (en septiembre)
TES COP
(larga duración)



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

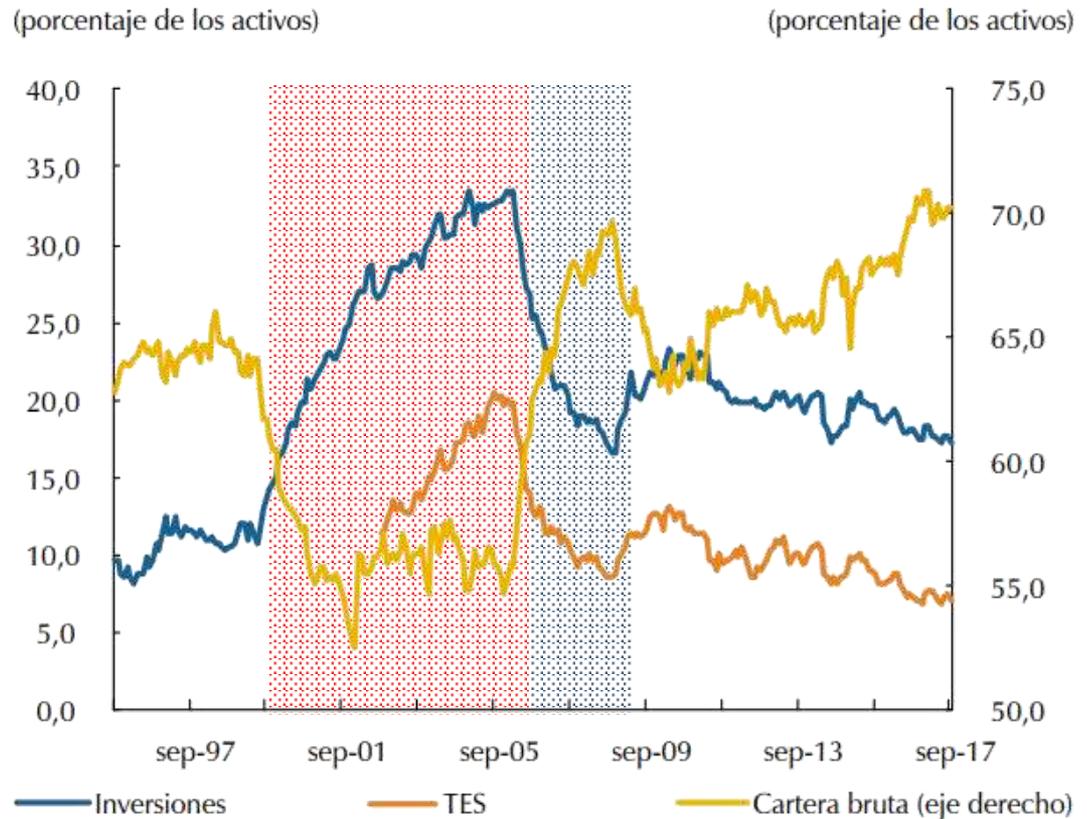
Desaceleración de cartera incentivará compra de TES de Bancos

Cuando las condiciones de liquidez se normalicen

Cartera, inversiones y TES en poder del sistema financiero (Banrep)

Informe sobre inflación junio de 2017

- Según la historia, el Sistema Financiero aumenta sus inversiones, en especial en títulos de deuda TES, en momentos en que la economía y la cartera de créditos se desacelera (como ocurrió entre 1999 y 2001); y las disminuye, cuando la economía y la demanda interna se encuentran boyantes (como entre 2006 y 2009).
- Actualmente, aunque la economía presenta uno de sus crecimientos más bajos de los últimos 8 años y la cartera no crece, aún no ha incentivado la compra de TES del Sistema Financiero, sin embargo, puede llegar a suceder cuando la liquidez en el sistema se normalice.
- Teniendo en cuenta que las expectativas de crecimiento continúan siendo muy retadoras, es probable que la cartera como porcentaje de los activos comience a descender (hasta el momento se ha mantenido estable), incentivando que los bancos comerciales vuelvan a demandar TES



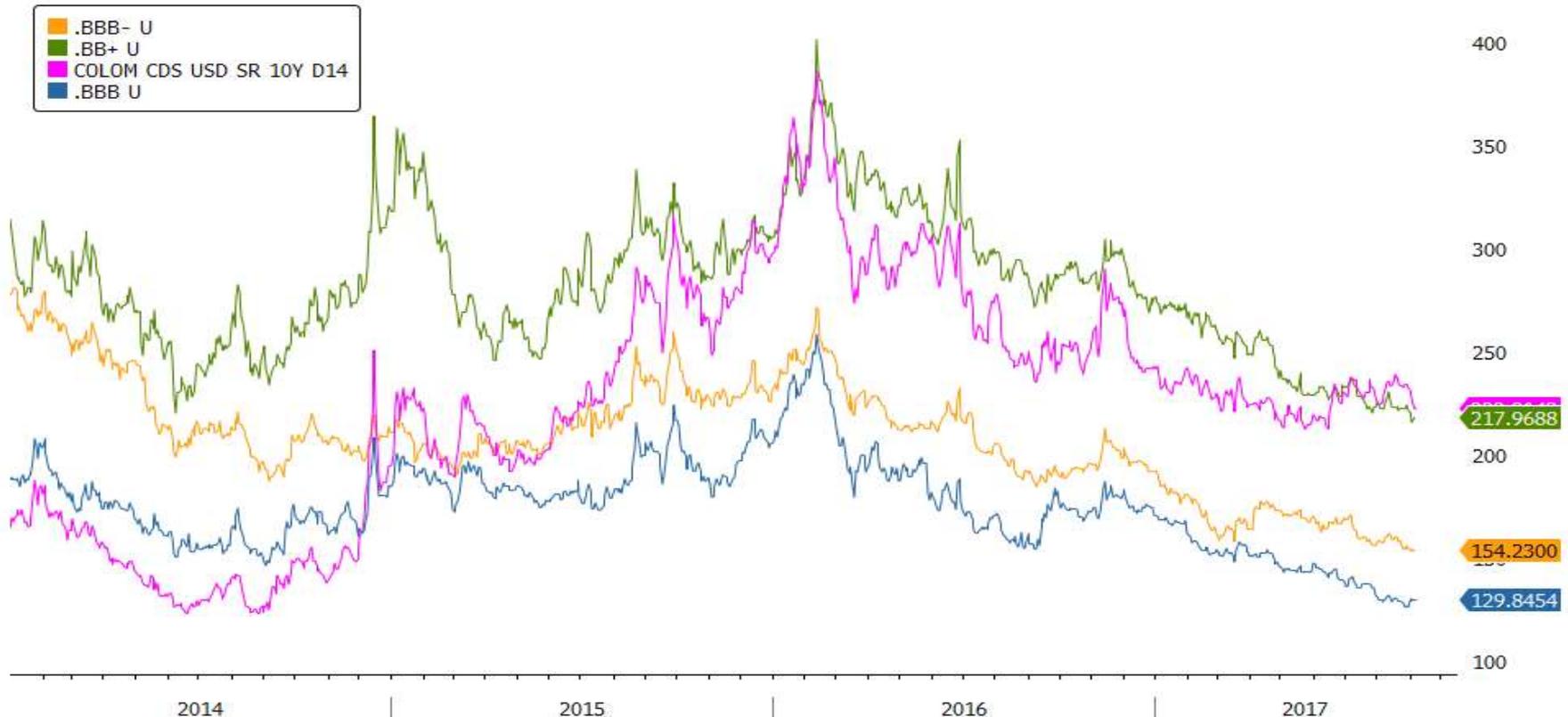
Riesgo país de Colombia se mantiene entre niveles BBB- y BB+

El mercado ya lo tendría descontado, al igual disminuye aversión al riesgo

El riesgo país de Colombia ha disminuido (en una mayor medida), al igual que lo han hecho la mayoría de los países de la región. Este fenómeno lo explica una baja aversión al riesgo por la amplia liquidez mundial, no por mayor confianza

CDS a 10 años Colombia, países BBB, BBB- y BB+ (CdB)

Promedio aritmético



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

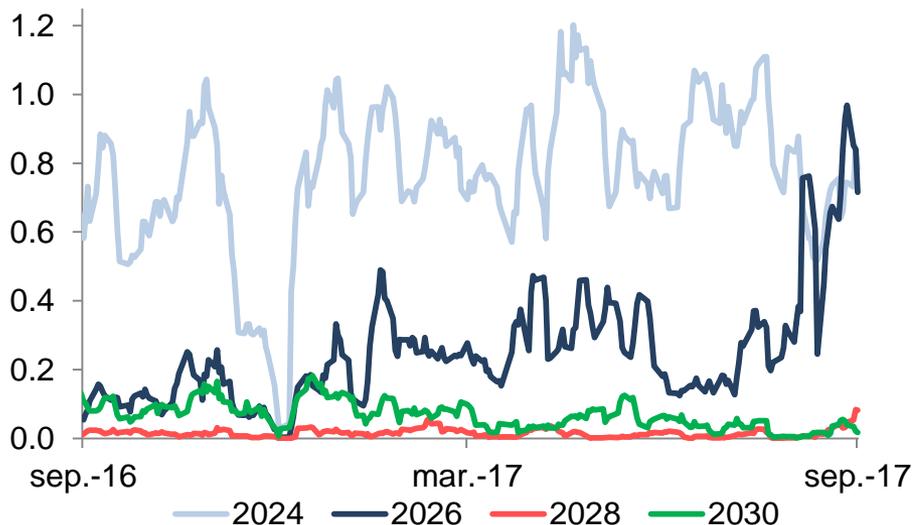
El Oráculo de los TES

2026, la posible nueva referencia de largo plazo en manos de Extranjeros

- Durante septiembre se evidenció un incremento significativo en el volumen de negociación de los *TES Agosto de 2026* (principalmente en la plataforma SEN), superando ya el de los *TES Julio de 2024*, actual referencia de largo plazo del mercado local (ver gráfica 1).
- Debido a lo anterior, consideramos que es posible que el mercado este cambiando de referencia de largo plazo hacia los *TES Agosto de 2026* (duración de 6.4 años), una vez que ahora los *TES Julio de 2024* representan más un título de mediano plazo dada su duración (5 años).
- El monto emitido del *TES Agosto de 2026* ya supera el de *TES Julio de 2024* (\$27.7 frente a \$26.87 billones respectivamente), es de cotización obligatoria, hace parte de la subastas de TES, y la tenencia de extranjeros asciende al 21.7%, superior a la que tienen actualmente en los *TES Julio de 2024* (ver tabla 2)
- De confirmarse, esperamos que el volumen de negociación del *TES Agosto de 2026* también comience a aumentar en la plataforma MEC, y que su spread frente al *TES Julio de 2024* disminuya al menos hasta 10 pbs (actual 27.5 pbs)

1. Volumen diario de negociación TES MEC + SEN (CdB)

Promedios móviles de 5 días,. Cifras en Billones COP



2. Principales variables TES de largo plazo (CdB)

Cifras tomadas de Bloomberg

	TES 24	TES 26	TES 28	TES 30
Cotización obligatoria	SI	SI	NO	SI
Subastas	NO	SI	NO	NO
Monto emitido (billones)	26.8	27.7	13.8	17.1
% Tenencia extranjeros	18.3%	21.7%	25.1%	32.6%
Duración (años)	5.0	6.4	7.3	8.3

Estrategia Spread TES 2024-2026

Largo TES Agosto 2026, corto TES Julio 2024

- Teniendo en cuenta que la liquidez del *TES Agosto de 2026* ha venido aumentando porque su monto emitido ya superó al de los *TES Julio de 2024* (\$27.7 frente a \$26.87 billones respectivamente), es posible que ahora se convierta en la nueva referencia de TES de largo plazo (ver Informe 2026, *la posible nueva referencia de largo plazo en manos de Extranjeros*).
- De ser así, aunque no consideramos que la liquidez del *TES Julio 2024* disminuya significativamente por que es el 2do TES más con mayor valor de mercado, el spread entre ambos títulos tenderá a la baja tal como ocurrió en 2011 cuando el *TES Julio de 2024* comenzó a ser la referencia de largo plazo en reemplazo del *TES Julio de 2020* (ver gráfica 2)
- De esta forma, esperamos que su el spread entre ambas referencias disminuya al menos hasta 10 pbs (actual 27.5 pbs, stop loss 36.25 pbs), lo cual sugiera *tomar una posición larga en TES Agosto de 2026 y corta en el TES Julio de 2024* (ver gráfica 1).

1. Spread TES 2024- 2026 actual (CdB)

Año de cálculo 2017



2. Spread TES 2020-2024 en 2011 (CdB)

Año de cálculo 2011



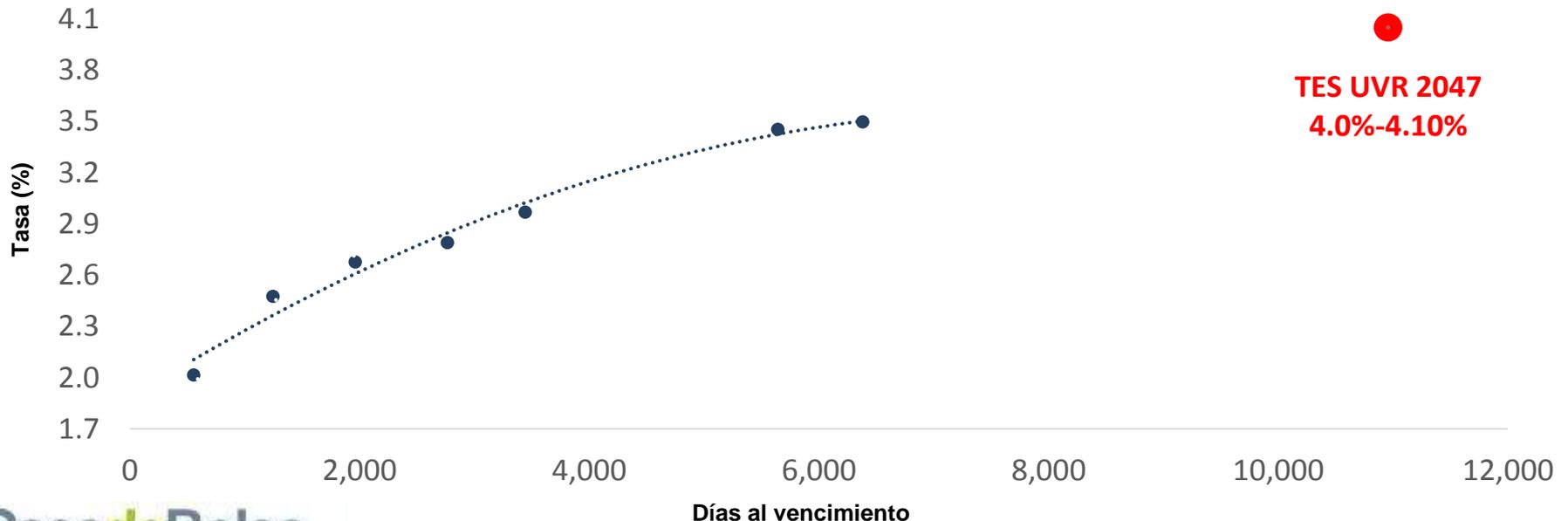
Un nuevo TES para la familia de UVRs

Emisión por \$1 billón a 30 años antes de finalizar el año

- La Nación emitiría una nueva referencia de TES UVR con un plazo a 30 años (2047) dirigida principalmente a las compañías Aseguradoras, una vez finalizadas las subastas de TES competitivas para este año (ver [El dato | Este mes disminuirá oferta de TES por finalización de subastas](#))
- Según el Plan Financiero de este año, la emisión será por \$1 billón de pesos.
- Aunque en la Estrategia de Colocación de TES creada en 2012 por el Ministerio de Hacienda había establecido que la emisión de TES UVR se haría en años impares a un plazo máximo de 20 años, en la misma se reservaron el derecho de colocar títulos a plazos mayores con el fin de satisfacer necesidades del mercado, tal como la actual.
- Teniendo en cuenta que la duración del título es elevada, consideramos que no generará alteraciones en el empinamiento de la curva de rendimientos en UVR (en el largo plazo tiende a aplanarse)
- Por último, estimamos que el título se ubique en un rango entre 4.0% - 4.10%, una vez que recibiría una alta demanda al ajustarse con las políticas de inversión de las Aseguradoras (IPC + 4.0%).

Curva TES UVR (CdB)

Fecha



Alternativa de inversión en TES COP de 2020 hasta 90 días Beneficiándose del segundo ciclo de disminución de tasas del Banrep

Continuamos sobreponderando los TES COP 2020 teniendo en cuenta los siguientes fundamentos

1. El IPC subió menos de lo esperado durante este segundo semestre, y el crecimiento se mantiene lento, ampliando las expectativas de disminución de tasas Banrep hasta 4.50% (posiblemente caigan a 4.25%)
2. Durante el 1er trimestre la inflación caería entre 50 y 60 pbs por el efecto base del incremento del IVA de 2017.
3. Las tasas de interés real se ubican en su promedio histórico (186 pbs), y se ampliarían por el descenso que tendría el IPC
4. Los títulos rompieron el 5.32% a la baja. Su siguiente zona de congestión se ubica al 5.00%

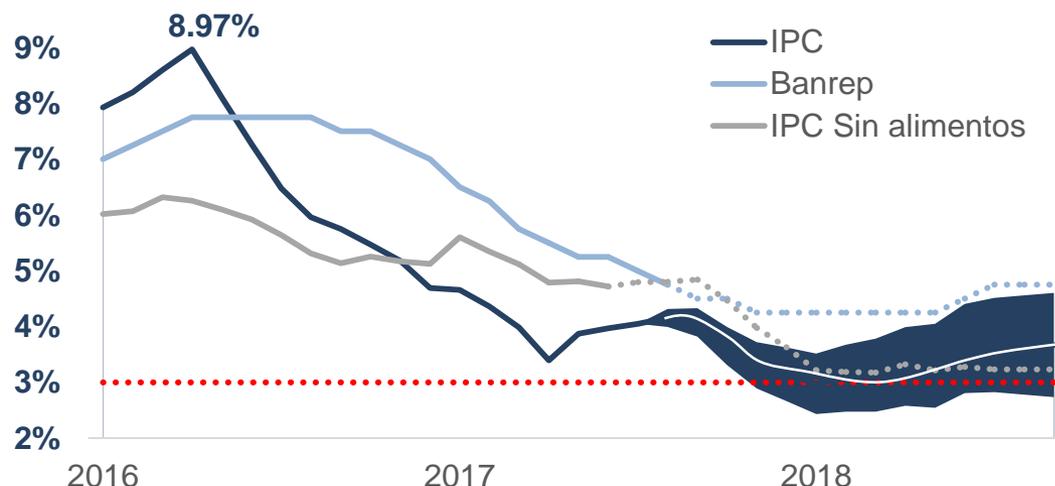
9.57% EA

Rentabilidad estimada entre 60 y 90 días si el Banrep baja tasas entre 25 y 50 pbs

11%EA

Cupón del TES COP de 2020, lo cual beneficia la causación

Proyección de IPC y tasas Banrep (CdB)



Escenario rentabilidad a diferentes plazos (CdB)

TIR Compra estimada: 5.29% EA

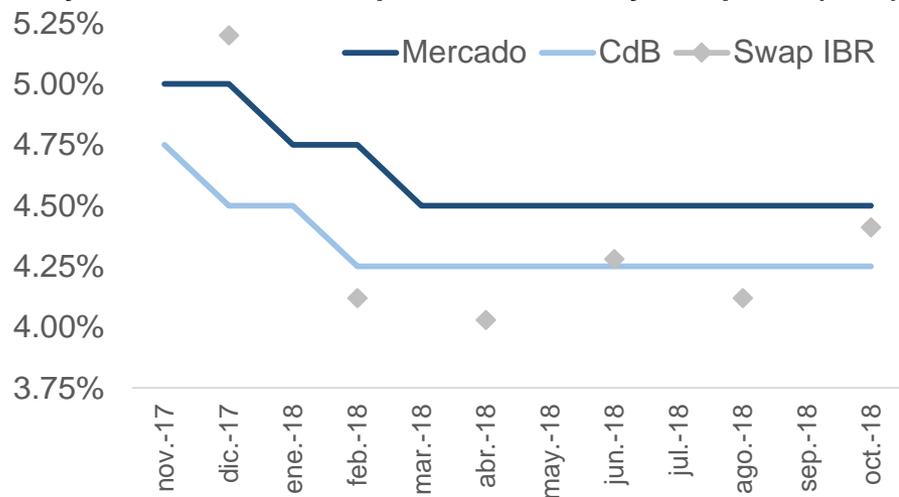
Tasa		Escenarios de rentabilidad E.A. a plazos (días)						Vencimiento
Compra	Venta	30	60	90	120	180	270	970
	6.29%	-19.24%	-7.35%	-3.01%	-0.76%	1.53%	3.06%	
	6.04%	-13.73%	-4.35%	-1.01%	0.71%	2.46%	3.61%	
	5.79%	-7.82%	-1.25%	1.04%	2.21%	3.39%	4.17%	
	5.54%	-1.49%	1.96%	3.14%	3.74%	4.33%	4.73%	
5.29%	5.29%	5.29%	5.29%	5.29%	5.29%	5.29%	5.29%	5.29%
	5.04%	12.55%	8.73%	7.49%	6.87%	6.26%	5.86%	
	4.79%	20.35%	12.30%	9.74%	8.48%	7.24%	6.43%	
	4.54%	28.71%	16.00%	12.04%	10.12%	8.23%	7.01%	
	4.29%	37.67%	19.82%	14.40%	11.79%	9.23%	7.59%	

* Tasa sujeta a cambios según condiciones de mercado

Los swaps IBR esperan que el Banrep disminuya tasas hasta 4.25%

Empinamiento curva de TES sugiere posiciones en baja y media duración

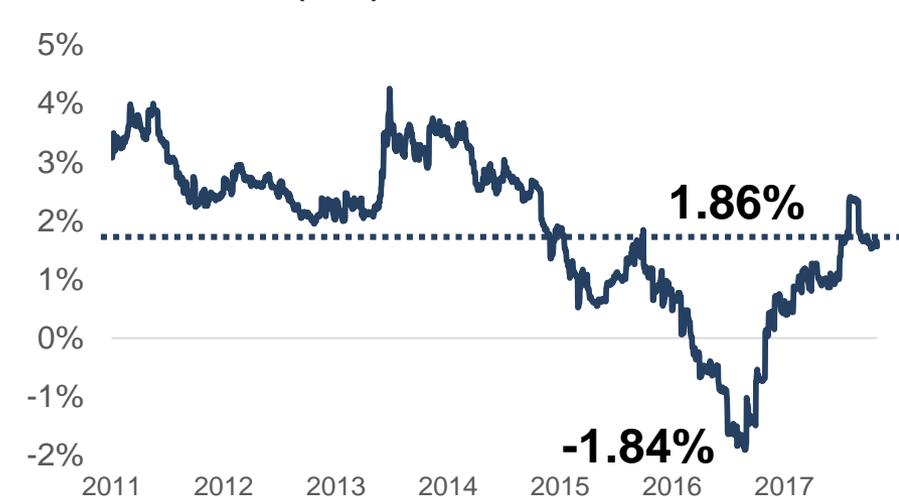
Proyección tasas Banrep CdB, Mercado y Swap IBR (CdB)



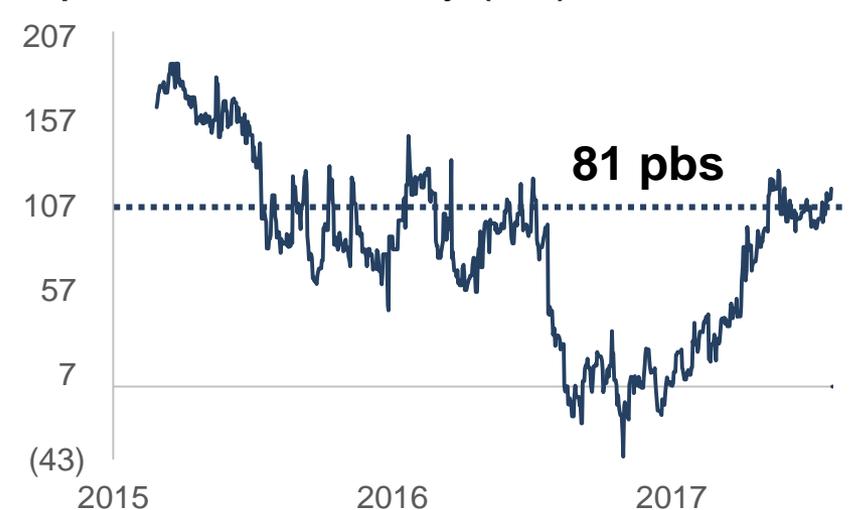
Proyección tasa Banrep vs TES 2020 (CdB)



Tasa real a 3 años (CdB)



Empinamiento curva Tasa Fija (CdB)



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

La estacionalidad de los TES UVR

Sugiere compra de TES UVR de corto plazo entre agosto y septiembre

Los TES UVR hasta 3 años presentan un comportamiento estacional que depende del IPC mensual. Suelen comprarse entre agosto y septiembre, y venderse después de enero

Estacionalidad TES UVR entre 2008-actual (CdB)

Promedio variación de tasa en pbs

	Mes	1 año	2 años	3 años	5 años	10 años
Venta	ene	-27	-24	-20	-16	-11
	feb	-2	1	6	13	14
	mar	16	17	15	11	2
	apr	23	20	13	-1	-13
	may	14	8	3	-4	-11
	jun	27	23	21	20	23
	jul	-15	-13	-12	-11	-7
Compra	aug	-13	-10	-8	-5	-2
	sep	-5	-10	-11	-8	-4
	oct	-31	-28	-24	-19	-12
	nov	-8	-4	-1	1	-1
	dec	-11	-13	-13	-9	-2

En 2018 emitirían TES por 39 billones

Sin embargo podrían adicionar \$500.000 MM para pagar deuda de Caprecom

Fuente y Usos 2017 y 2018 (MHCP)

Cifras en COP miles de MM, según el MFMP

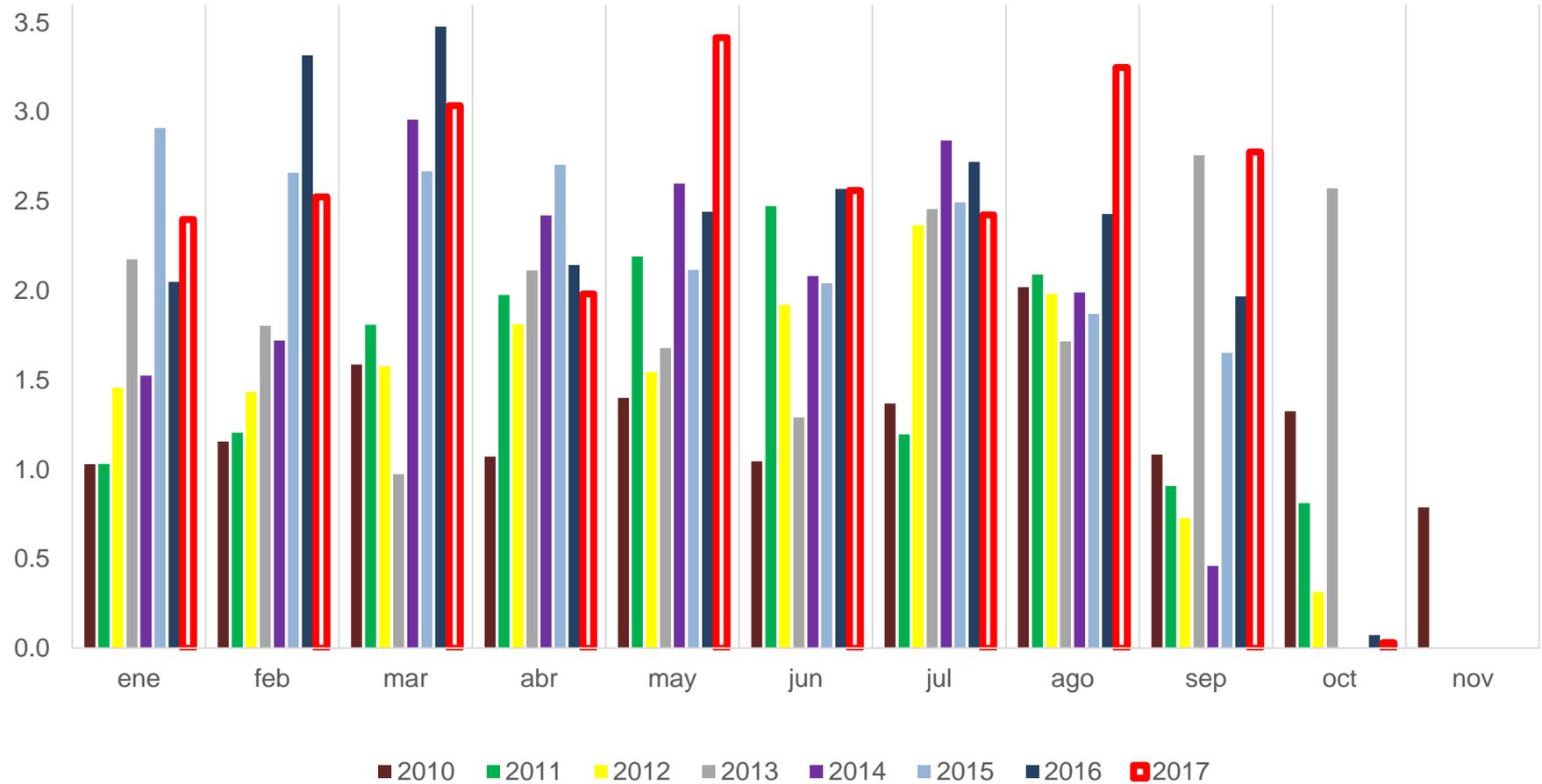
	2017	2018		2017	2018
Fuentes	74.464	65.982	Usos	74.464	65.982
Desembolsos	56.983	50.990	Déficit a financiar	33.442	30.163
Externos	17.238	11.720	De los cuales		
Bonos	8.798	7.325	Intereses internos	20.831	21.946
Multilaterales y otros	8.440	4.395	Intereses externos	6.681	7.655
Internos	39.744	39.270	Gastos en dólares	1.438	1.234
TES	39.711	39.250			
Subastas	27.507	27.000	Amortizaciones	22.297	18.178
Subastas UVR Largo plazo	1.000	3.000	Externas	8.098	2.942
Entidades públicas	9.000	9.000	Internas	10.199	15.237
Pago de obligaciones	2.204	250	Redención TES 2018	4.000	
Otros	33	20	Deuda flotante	4.540	5.099
Utilidades Banco de la República	407	784			
			Pago de obligaciones	2.204	250
Ajustes por causación	2.251	2.227			
			Operaciones de tesorería	0	1.116
Disponibilidad inicial	14.823	11.980			
En pesos	6.277	7.361	Disponibilidad Final	11.980	11.176
En dólares	8.546	4.620	En pesos	7.361	7.058
			En dólares	4.620	4.117

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Subastas de TES iniciarían en enero y finalizarían entre septiembre y octubre como ha sido costumbre

Subastas de TES mensuales (CdB)

2010 - Fecha, Cifras en Billones COP



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Vencimientos de TES de 2018 se concentran entre octubre y noviembre

Adicional a los vencimientos trimestrales de TES de Corto Plazo

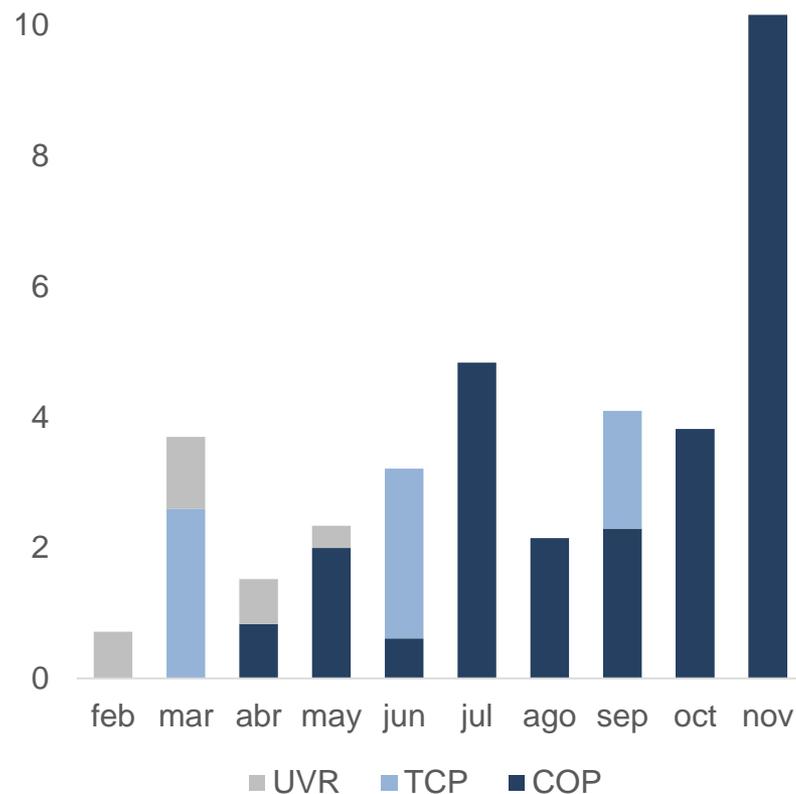
TES vigentes (CdB)

Cifras en MM

TES	Vencimiento	Cotización Obligatoria	Tasa Cupón	Valor Nominal	Pago cupón 2018	Flujo total 2018
Corto plazo	12-dic-17		0.00%	2,600,000		
	13-mar-18		0.00%	2,600,000		2,600,000
	12-jun-18		0.00%	2,600,000		2,600,000
	11-sep-18		0.00%	1,800,000		1,800,000
COP	24-oct-18		11.25%	3,432,331	386,137	3,818,469
	21-nov-18	X	5.00%	9,668,635	483,432	10,152,066
	11-sep-19	X	7.00%	13,849,626	969,474	969,474
	24-jul-20	X	11.00%	19,478,743	2,142,662	2,142,662
	04-may-22	X	7.00%	28,499,165	1,994,942	1,994,942
	24-jul-24	X	10.00%	26,889,987	2,688,999	2,688,999
	26-ago-26	X	7.50%	28,641,413	2,148,106	2,148,106
	28-abr-28		6.00%	13,804,481	828,269	828,269
	18-sep-30	X	7.75%	17,081,086	1,323,784	1,323,784
	30-jun-32	X	7.00%	8,718,750	610,313	610,313
UVR	17-abr-19	X	3.50%	10,253,418	358,870	358,870
	10-mar-21	X	3.50%	19,057,571	667,015	667,015
	23-feb-23		4.75%	15,054,325	715,080	715,080
	07-may-25	X	3.50%	9,729,520	340,533	340,533
	17-mar-27		3.30%	4,781,412	157,787	157,787
	25-mar-33	X	3.00%	8,965,541	268,966	268,966
	04-abr-35	X	4.75%	7,015,649	333,243	333,243

Perfil de vencimiento y pago cupón TES 2018 (CdB)

Cifras en billones

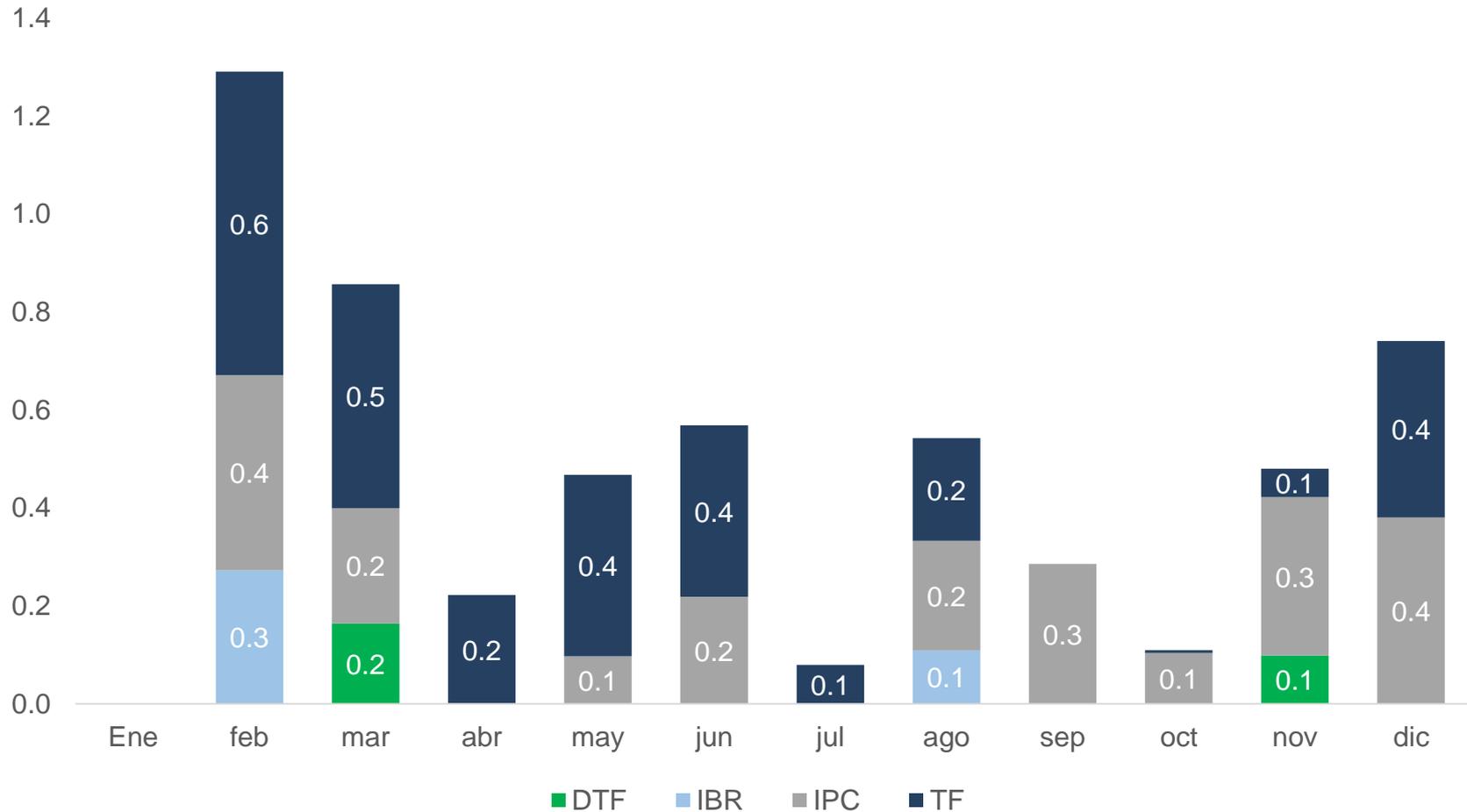


Durante 2018 vencerán títulos de deuda corporativa por \$5.6 billones

48% en Tasa Fija, 40% en IPC, 7% en IBR y 5% en DTF

Vencimientos deuda corporativa 2018 por indicador (CdB)

Bill COP



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Hasta el momento hay 4 emisiones de deuda corporativa esperadas

Titularizadora, Promioriente, Gases de Occidente y PEI

Cronograma ofertas públicas confirmadas (CdB)

	Fecha emisión	Emisor	Título	Monto COP	Referencias	Calificación
* CdB	6-Dic	Titularizadora Colombiana	TIPS Pesos	337.000 MM	TF a 10 años	AAA
* CdB	Dic	Promioriente	ND	ND	IPC 5 a 7 años	AA+
* CdB	Dic	Gases de Occidente	ND	ND	ND	ND
* CdB	11-15 Dic	PEI	Título de Participación	630.000 MM	ND	AAA
* CdB	2S2017	Ascentis antes Finesa	Título de Participación	ND	Perpetuo	ND
* CdB	2S2017	Valorar Futuro	Título de Participación	ND	Perpetuo	ND
* CdB	2018	Titularizadora Colombiana	Título de Participación	140.000 - 200.000 MM	Perpetuo	AAA

** La presente información no constituye una oferta pública. Las condiciones definitivas de la emisión serán publicadas en el respectivo Aviso de Oferta Pública*

Stock picking

Renta variable local

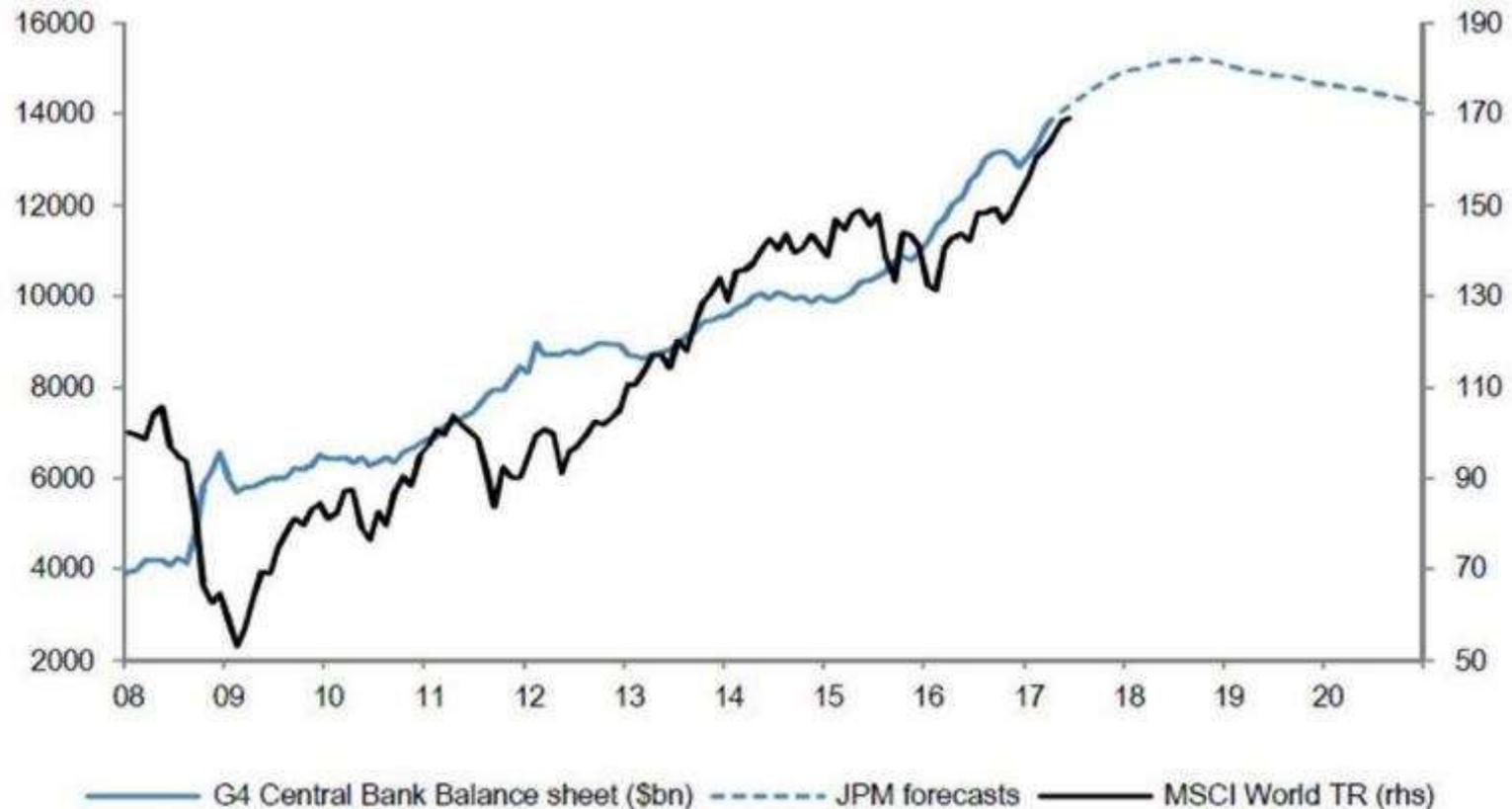
Las acciones han subido a nivel mundial por la elevada liquidez

No valoración ni crecimiento económico elevados

Aunque la FED continuaría aumentando las tasas de interés y el Banco Central Europeo moderaría su compra de activos, la liquidez en 2018 continuaría siendo elevada, favoreciendo el desempeño de las activos de riesgo

MSCI Global retorno total vs balance Bancos Centrales G4 como % PIB (JPMorgan)

2008-2020



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

La acciones anticipan al ciclo del PIB (en promedio 15 meses)

El PIB habría tocado fondo en 2017

Comprar barato, antes que el ciclo económico llegue a tocar fondo. Vender, cuando se aproxima una desaceleración.
No esperar para comprar cuando la economía comience a repuntar.

Colcap vs PIB (CdB)

2005-2017



Todos los activos están altamente correlacionados

Sin embargo, cambian en el tiempo según magnitud y duración del movimiento

En ciclos de relativa estabilidad (como el actual), la correlación entre los activos locales acciones, TES y dólar tiende a disminuir. Tan solo en movimientos rápidos y agresivos, suele incrementarse

Colcap, dólar, y TES 2024 (CdB)

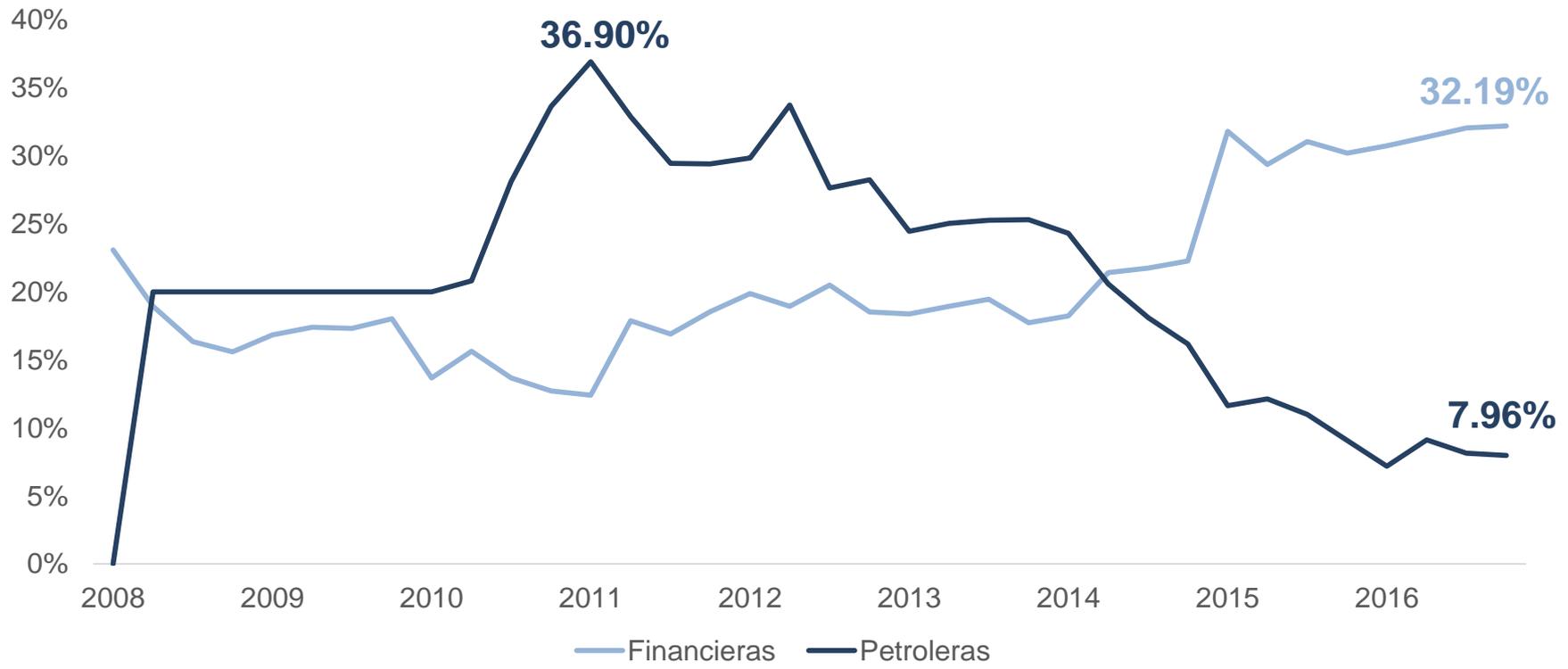


¿Nuestras acciones podrán sobrevivir a un dólar más fuerte?

El peso y sensibilidad del Colcap con el petróleo es el más bajo en su historia

Teniendo en cuenta que el peso de la acciones petroleras en nuestro mercado ha disminuido, consideráramos que el mercado tendrá una menor sensibilidad a un cambio tanto del petróleo, como del dólar.

Participación de acciones petroleras y financieras en el Colcap (CdB)
2008-2016



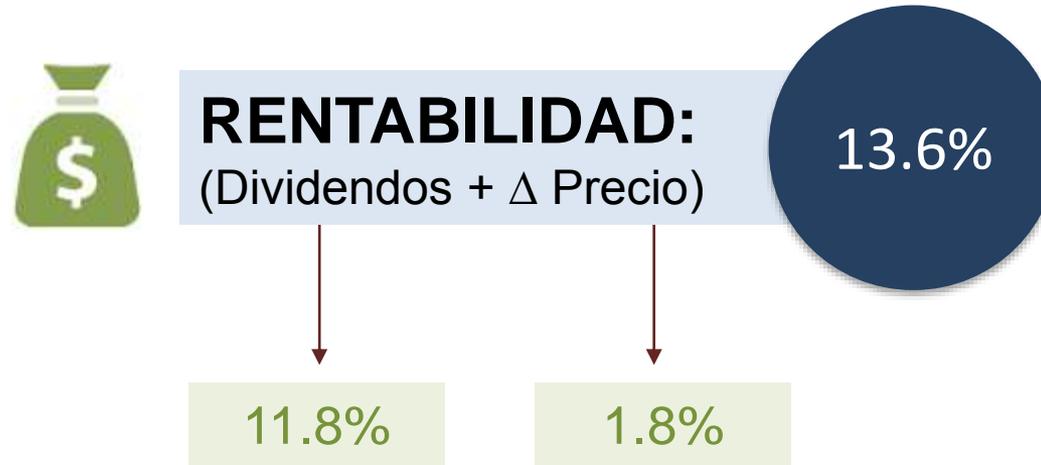
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Una rentabilidad que no es solo valorización de la acción



¿Qué pasó con los accionistas que invirtieron en 2007?

Los dividendos son otra alternativa de inversión en acciones (la parte fija).
Al momento de calcular su rentabilidad, deben ser tenidos en cuenta.



Fecha de Emisión

*Cifras en COP

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2017
1.400	115	220	91	145	300	291	260	133	0	23	1.670

**Precio
Compra**

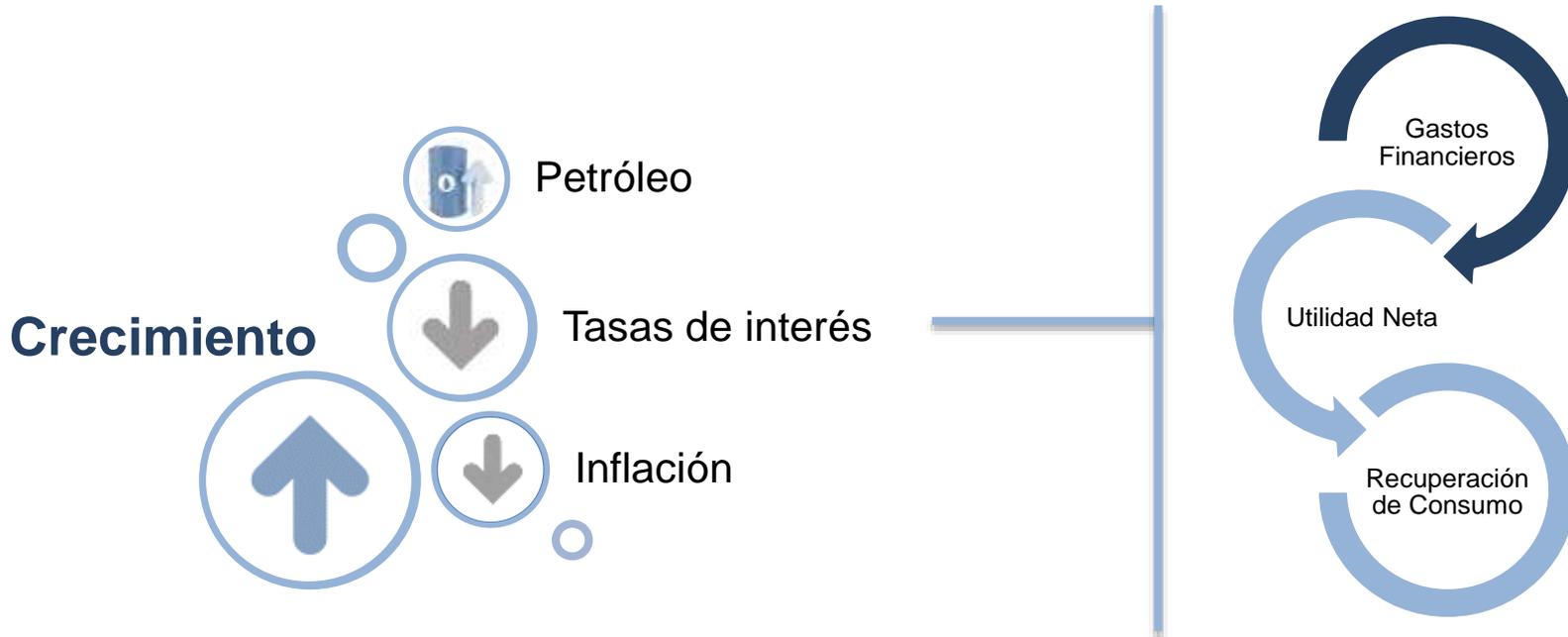
**Precio
Venta**

Dividendos

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Colcap fija su mirada en 2018

La utilidad y el Banrep llegan a un acuerdo



Esperamos que la reducción en la tasa de intervención del Banco de la República (disminución de 250pbs) genere un impacto positivo sobre los resultados corporativos de las compañías. Por otro lado, los menores costos de financiación favorecerían la utilidad neta de las firmas vía menores gastos financieros.

Consideramos que menores niveles de inflación y una mayor estabilidad del dólar también tendrían un efecto positivo sobre los resultados financieros, dado el impacto positivo sobre el poder adquisitivo y confianza de los consumidores, además de una mayor previsibilidad y menor incertidumbre a la hora de evaluar inversiones o cerrar negocios.

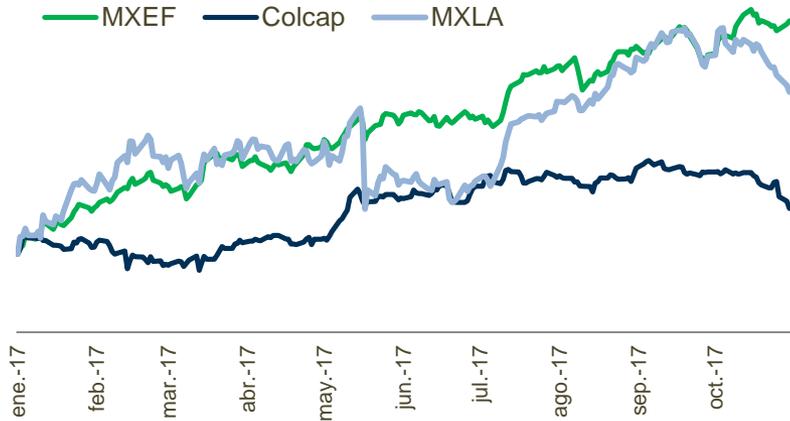
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Un Colcap tímido ante un “rally” emergente

La liebre cada vez más lejos de la tortuga. Ruido político entre las razones

Comportamiento emergentes vs. Colcap (CdB)

Base 100 = enero 2017



Desempeño mercados Latinoamericanos (CdB)

Base 100 = enero 2017



¿Un rezago justificado?



Déficit Fiscal



Menor Crecimiento



Riesgo de Calificación



Ruido político



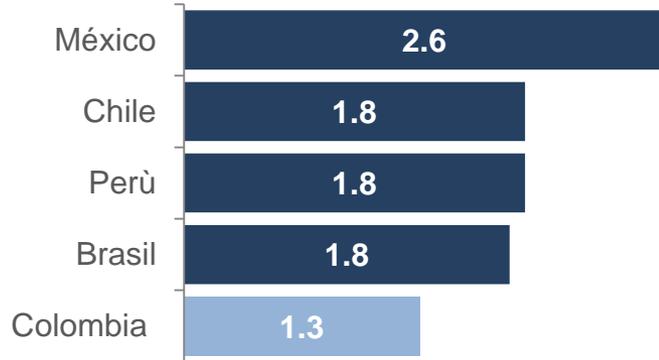
Fortaleza del dólar

Colcap continúa con múltiplos menores a comparables

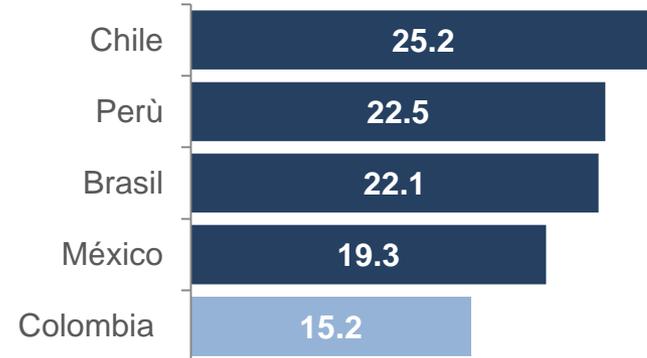
¿Mayor percepción de riesgo le estaría quitando atractivo a Colombia?

P/VL (Bloomberg)

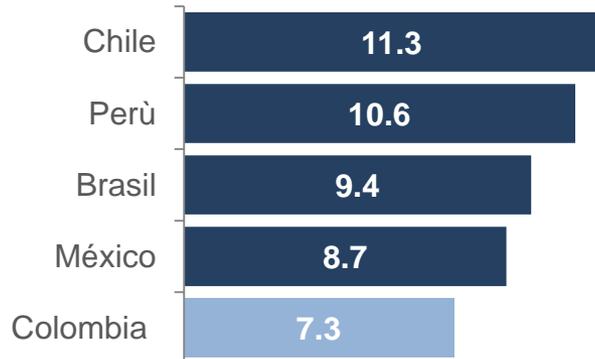
Veces



RPG - Estimado (Bloomberg)

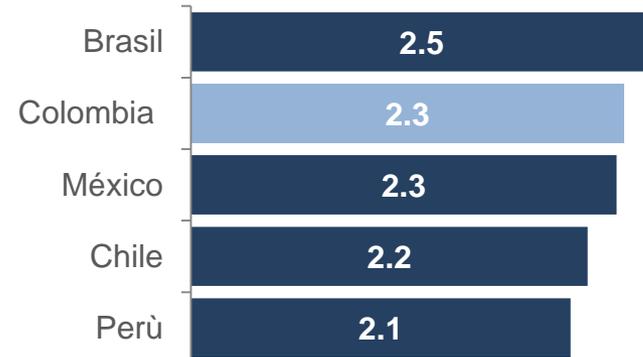


EV/EBITDA (Bloomberg)



Dividend Yield - Estimado (Bloomberg)

%



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

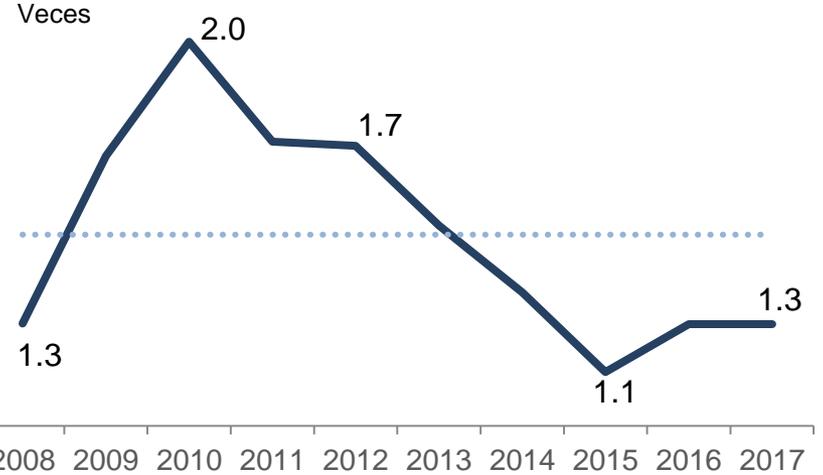
Múltiplos por debajo de su media histórica

Principales múltiplos del Colcap

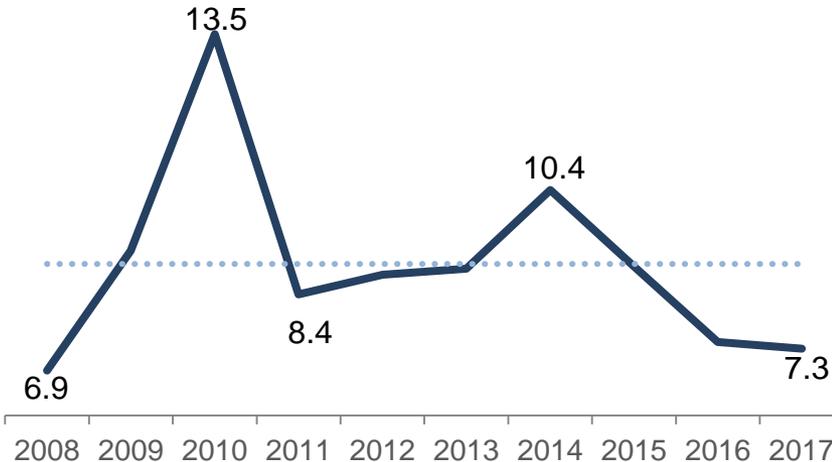
PER (Bloomberg)



P/VL (Bloomberg)



EV/EBITDA (Bloomberg)



El Colcap **se ubica por debajo de la media histórica de sus principales múltiplos** e incluso en mínimos de los últimos años, lo que traduciría que el principal índice bursátil colombiano podría ubicarse en una zona interesante de **COMPRA**.

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA



Top picks

Casa de Bolsa



Grupo Energía Bogotá



Grupo
nutresa

Grupo Energía Bogotá (antes EEB)

Líder en Mercados Energéticos Relevantes

Presencia sólida en Latam (GEB)



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Democratización del 20%

Haría que EEB ascienda al 3r puesto del Colcap

Canasta Colcap Estimada (CdB)

Especie	Canasta		Flujos (COP MM)	Days to trade
	Estimada	Actual		
EEB	7.87%	4.14%	102,126	119.4
PFAVH	1.18%	1.20%	-486	0.1
CNEC	0.35%	0.36%	-187	0.2
ETB	0.22%	0.22%	-97	0.3
CLH	1.97%	2.01%	-1,229	0.3
EXITO	3.35%	3.45%	-2,841	0.3
BCOLOMBIA	5.84%	6.11%	-7,314	0.5
PFDVVNDA	3.17%	3.30%	-3,444	0.5
CORFICOLCF	3.15%	3.26%	-2,938	0.6
ECOPETROL	7.50%	7.82%	-8,686	0.7
PFBCELOM	13.29%	13.87%	-15,857	0.7
PFAVAL	5.04%	5.19%	-4,006	0.8
PFGROUPSURA	4.23%	4.38%	-4,104	0.9
PFCMARGOS	2.35%	2.42%	-1,955	1.0
CONCRET	0.33%	0.35%	-512	1.0
CEMARGOS	5.03%	5.18%	-3,977	1.0
BVC	0.21%	0.22%	-326	1.0
GRUPOSURA	8.81%	9.12%	-8,377	1.3
PFGROUPARG	4.13%	4.36%	-6,217	1.4
NUTRESA	6.18%	6.36%	-5,032	1.5
GRUPOARGOS	5.90%	6.12%	-6,130	1.6
CELSIA	1.70%	1.78%	-2,220	1.7
BOGOTA	2.53%	2.57%	-1,212	1.8
ISA	4.91%	5.17%	-7,038	2.3
GRUPOAVAL	0.75%	0.78%	-827	2.6

EEB desbancaría a Ecopetrol

- Actualmente, el Distrito posee el 76.28% del total de acciones de EEB. La enajenación del 20% del total de acciones que ellos planean realizar, incrementaría el flotante de la acción de EEB, generando una mayor participación dentro del Colcap, escalonando 8 posiciones y desbancando a Ecopetrol de la 3era posición.
- De esta manera, la acción pasaría de tener una participación dentro del Colcap de 4,15% (Rebalanceo del 1T17) a 7.88% (estimada cuando se de el evento).

Flujos compradores de EEB equivalentes a 4 meses de negociación

- Esta operación generaría un flujo comprador respecto al ETF iCOLCAP aproximadamente de COP 102.000 MM; lo que equivaldría a 120 días de negociación (teniendo en cuenta el promedio de negociación de los últimos 180 días).

EEB espera captar COP 1.18 billones por venta de acciones

Acción	Precio venta	Acciones totales	Monto total (COP mm)
 PROMIGAS	5,201	177,464,263	922,992
 ISA	14,000	18,448,050	258,273
 banco popular	481	8,772,703	4,220
 nutresa	26,000	223	6

*Cálculos estimados en el valor de los Activos Netos al 31 de enero de 2017 y TRM de COP 2,906.01

Inicia con pie derecho las clases de samba

Exposición ingresos Éxito por país (CdB)

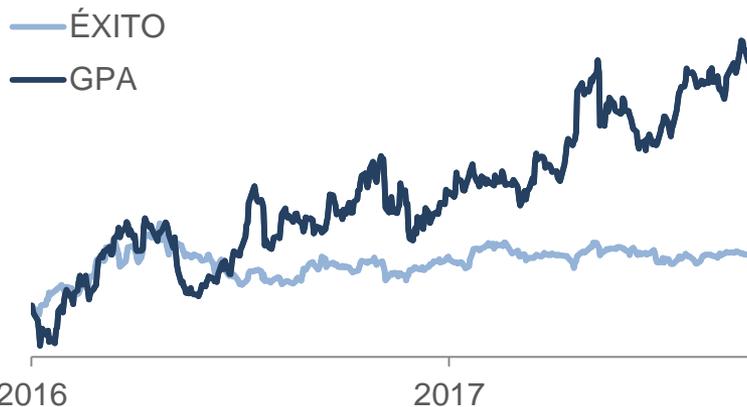


Con la compra del 18.7% de los acciones de GPA en 2015 (50% del derecho de voto de la compañía), Éxito ha logrado conseguir una gran exposición a Brasil.

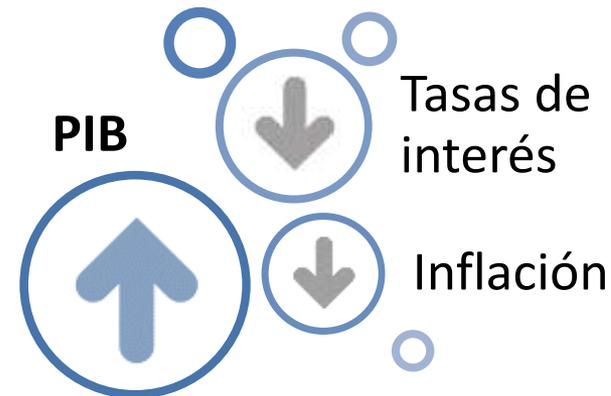
Esperamos que la estabilización de la economía brasilera tenga un impacto positivo sobre los resultados financieros de Grupo Éxito en el año 2017. Aunque prevemos un año difícil para esta economía, destacamos la rápida caída de la inflación en Brasil.

Se evidencia que la acción de GPA ha tenido un buen comportamiento desde inicio del año 2016, alcanzando una valorización de +47% desde esta fecha, mientras que la acción de Grupo Éxito se ha visto rezagada (+16,9%).

Comportamiento acción Éxito y GPA (CdB)



Expectativas económicas Brasil (CdB)

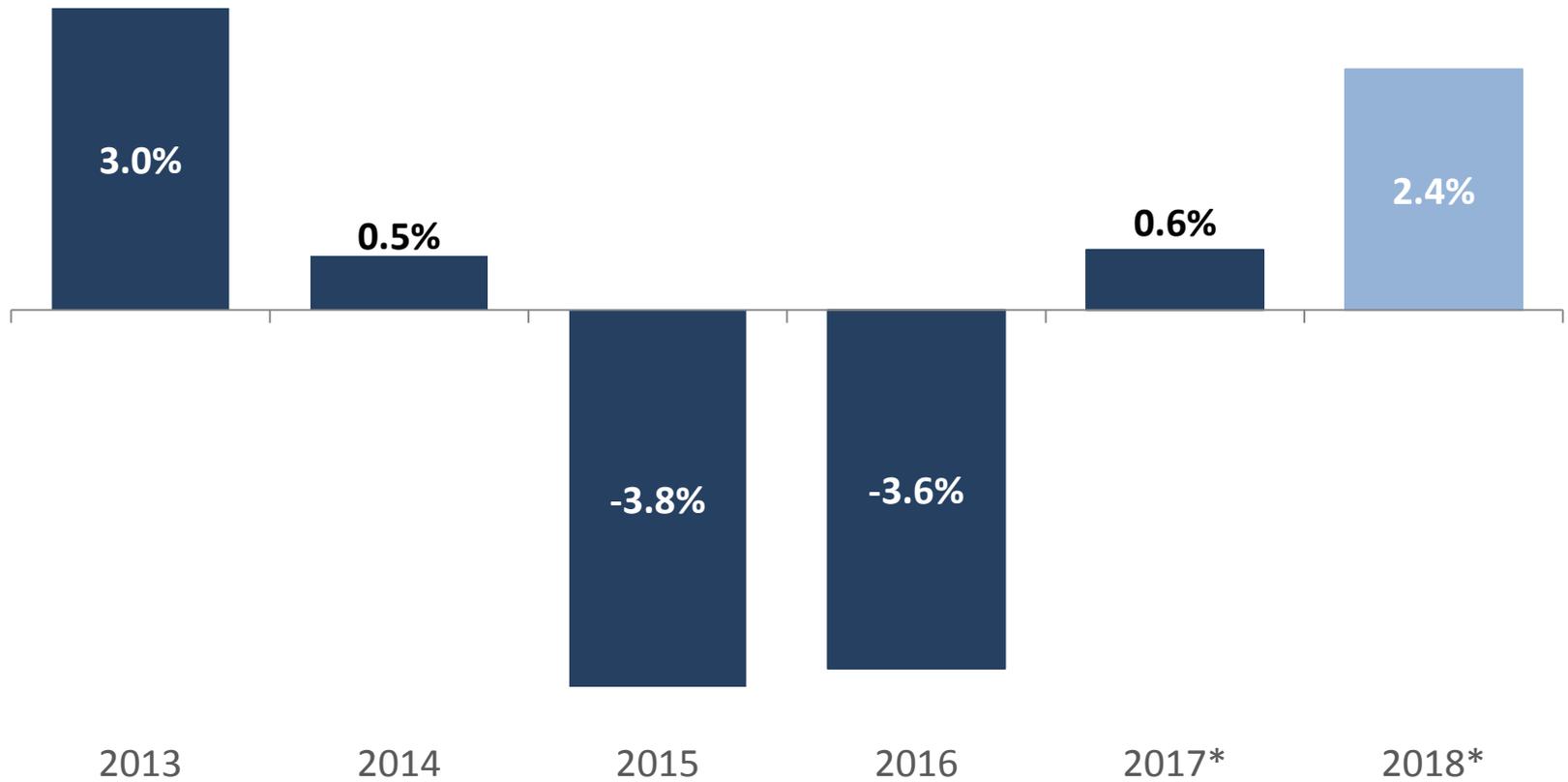


Se estima una recuperación del PIB de Brasil

Luego de una grave crisis

PIB real Brasil (CdB)

*Estimaciones (Bloomberg)



Grupo Nutresa

Resistente frente a un entorno retador

Cárnicos	Galletas	Chocolates	Cafés	TMLUC	Helados	Pasta	Alimentos al consumidor
72,3% -1,5%	53,7% -1,9%	Golosinas de Chocolate 69% (A) 0,5%	Café tostado y molido (A) 51,6% -2,0%	BIF* 62,9% (A) -1,5%	Helados ND	51,3% -0,5%	# 1 en hamburguesas y parrilla en Colombia
		Chocol. de mesa 63,7% (B) +0,5%		Pastas 27,6% (B) -0,3%			
		Modificadores 23,8% (C) -0,6%	Café Soluble(B) 40,3% -1,1%	Café 17,9% (C) +1,3%			
		Nueces 55,1% -1,0% (D)		Papas 15,2% (D) +1,9%			# 1 en heladerías en Costa Rica y Rep. Dominicana
				México BIF* 32,7% (E) -1,0%			
83 Marcas privadas 7,0%	40 Nestlé 11,0% 93 Mondelēz 10,4%	(A) 82 Ferrero 8,4% (B) 82 Casa Lléber 25,2% (C) 91 Nestlé 70,2% (D) Frito Lay 26,9%	(A) 82 Águila Roja 26,3% (B) 81 Nestlé 44,1%	(A) 82 Caracol 25,4% (B) 81 Caracol 41,9% (C) 81 Novelli 59,2% (D) 81 Frito Lay 57,9%		82 La Mafreca 57,8%	

Las ventas se muestran resistentes al entorno económico retador gracias a su estrategia de incremento de precios.

Empresa líder en alimentos procesados en Colombia (60,5% participación de mercado) y uno de los jugadores más relevantes del sector en América Latina, en ocho unidades de negocio.



Tabla de Recomendaciones Estructurales y Precios Objetivo

Horizonte de 12 meses

Especie	Precio Objetivo	Precio Actual	Valorizadas/Desvalorizadas	Recomendación
Canacol	11,200	9,810	13.3%	Sobreponderar
Grupo Argos	22,900	20,340	11.9%	Sobreponderar
Éxito	18,000	16,400	9.3%	Sobreponderar
Nutresa	29,500	27,580	6.7%	Sobreponderar
EEB	2,391	2,065	14.7%	Sobreponderar
Concreto	1,225	1,020	18.3%	Neutral
ETB	600	499	18.4%	Neutral
Celsia	5,000	4,750	5.1%	Neutral
CLH	12,000	11,040	8.3%	Neutral
Avianca	3,000	2,910	3.0%	Neutral
Grupo Sura	41,000	38,940	5.2%	Neutral
BVC	24	25	-4.5%	Neutral
ISA	14,300	13,820	3.4%	Neutral
Ecopetrol	1,580	1,765	-11.1%	Neutral
Cemargos	11,300	10,620	6.2%	Subponderar
Davivienda	30,500	29,700	2.7%	Subponderar
PFBancolombia	29,000	29,040	-0.1%	Subponderar

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Perfiles de inversión

Rebalanceos trimestrales

Perfiles de inversión según el perfil de riesgo

No existe un tipo de activo que siempre sea el más exitoso

Riesgos 2018

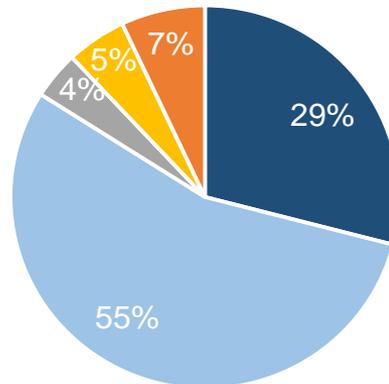
- Político
- Leve recuperación económica
- Devaluación del peso
- Volatilidad

Ante ese escenario es muy importante estar diversificado, no solo por indexación, sino por tipo de activo. Hay que tener portafolios balanceados con exposición acotada al dólar, stock picking en equity local y renta fija local preferiblemente con bajo riesgo de crédito, mientras los indicadores del sector financiero mejoran.

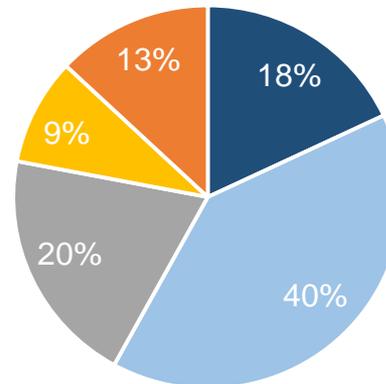
Fondos CdB

Liquidez
Renta Fija
Acciones locales
Mercados globales
Inmobiliario

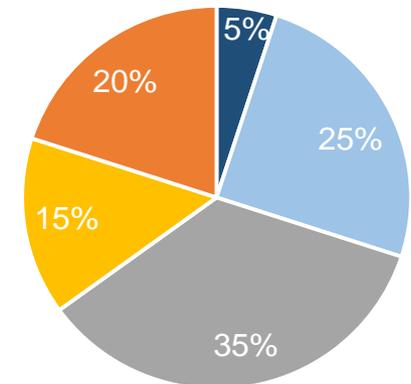
Perfil Conservador



Perfil Moderado



Perfil Agresivo



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

No existe un tipo de activo que siempre sea el más exitoso

Tendencias, correlaciones, y rendimientos varían en el tiempo

Defina su perfil de inversión

- Conservador:** Buscar rentabilidades a corto plazo manteniendo un portafolio equilibrado y diversificado entre FIC Liquidez, deuda soberana y corporativa de baja duración, acciones locales de poca volatilidad, acciones internacionales y activos inmobiliarios.
- Moderado:** Busca rentabilidades un poco mayores asumiendo más riesgo, a través de un portafolio invertido en su mayoría en Renta Fija con algunas inversiones en acciones locales e internacionales, así como en activos inmobiliarios. La posición en deuda soberana y corporativa es de media duración.
- Agresivo:** Busca mayores rentabilidades con un horizonte de largo plazo, asumiendo altas volatilidades con un portafolio con mayor ponderación en acciones locales e internacionales, con inversiones en activos inmobiliarios, deuda soberana y corporativa de mayor duración.

Desempeño de los mercados mundiales (CdB)

Últimos 15 años



Perfil Conservador

Inversiones a corto plazo de baja volatilidad

- **Objetivo:** Buscar rentabilidades a corto plazo manteniendo un portafolio equilibrado y diversificado entre FIC Liquidez, deuda soberana y corporativa de baja duración, acciones locales de poca volatilidad, acciones internacionales y activos inmobiliarios.
- **Periodo de inversión:** 365 días
- **Tipo de renta:** 29% FIC Liquidez, 55% Renta Fija, 4% Acciones Locales, 5% FIC Mercados Globales, 7% Fondo Inmobiliario PEI

Composición Portafolio Perfil Conservador (CdB)

Activo	Referencia	Participación	Plazo (días)	Retorno Esperado	Calificación	Duración (años)
Liquidez (29%) ²	FIC Liquidez	29%	NA	4.38%	AAA	0.5
Renta Fija (55%) ³	Tasa Fija a 1.5 años	22%	365	6.02%	AAA	1.44
	IBR a 1 año	19%	365	5.78%	AAA	0.97
	IPC a 2 años	14%	365	5.69%	AAA	1.88
Acciones locales (4%) ⁴	Grupo Energía de Bogotá	4%	365	11.70%	NA	NA
Mercados Globales (5%) ⁵	FIC Acciones Globales	5%	365	6.00%	NA	NA
Fondo Inmobiliario (7%)	PEI	7%	365	8.26%	AAA	Perpetuo
		100%		5.84%		

1 Tasas y precios variables y sujetas a condiciones del mercado

2 Rentabilidad promedio de últimos 12 meses

3 Se establece con el objetivo de realizar Rotación entre 180 y 365 días

4 Las rentabilidades de las acciones son retorno total (valorización + dividendo), precio objetivo Casa de Bolsa

5 Retorno esperado mercado norteamericano S&P500 de 0%, 10% Europa y 6% Asia (encuesta Bloomberg), más devaluación de 6%

Perfil Moderado

Inversiones a mediano plazo de volatilidad moderada

- **Objetivo:** Busca rentabilidades un poco mayores asumiendo más riesgo, a través de un portafolio invertido en su mayoría en Renta Fija con algunas inversiones en acciones locales e internacionales, así como en activos inmobiliarios. La posición en deuda soberana y corporativa es de media duración.
- **Periodo de inversión:** 365 días
- **Tipo de renta:** 18% FIC Liquidez, 40% Renta Fija, 20% Acciones Locales, 9% FIC Mercados Globales, 13% Fondo Inmobiliario PEI

Composición Portafolio Perfil Moderado (CdB)

Activo	Referencia	Participación	Plazo (días)	Retorno esperado	Calificación	Duración (años)
Liquidez (18%) ²	FIC Liquidez	18%	NA	4.38%	AAA	0.5
Renta Fija (40%) ³	Tasa Fija a 4 años	16%	365	7.07%	AAA	3.57
	IBR a 2 años	14%	365	5.93%	AAA	1.87
	IPC a 4 años	10%	365	6.33%	AAA	3.48
Acciones locales (20%) ⁴	Grupo Argos	8%	365	14.99%	NA	NA
	Grupo Energía de Bogotá	6%	365	11.70%	NA	NA
	Grupo Nutresa	6%	365	11.01%	NA	NA
Mercados Globales (9%) ⁵	FIC Acciones Globales	9%	365	6.00%	NA	NA
Fondo Inmobiliario (13%)	PEI	13%	365	8.26%	AAA	Perpetuo
		100%		7.56%		

1 Tasas y precios variables y sujetas a condiciones del mercado

2 Rentabilidad promedio de últimos 12 meses

3 Se establece con el objetivo de realizar Rotación entre 180 y 365 días

4 Las rentabilidades de las acciones son retorno total (valorización + dividendo), precio objetivo Casa de Bolsa

5 Retorno esperado mercado norteamericano S&P500 de 0%, 10% Europa y 6% Asia (encuesta Bloomberg), más devaluación de 6%

Perfil Agresivo

Inversiones a largo plazo de elevada volatilidad

- **Objetivo:** Busca mayores rentabilidades con un horizonte de más de largo plazo, asumiendo altas volatilidades con un portafolio con mayor ponderación en acciones locales e internacionales, con inversiones en activos inmobiliarios y deuda soberana y corporativa de mayor duración.
- **Periodo de inversión:** 365 días
- **Tipo de renta:** 5% FIC Liquidez, 25% Renta Fija, 35% Acciones Locales, 15% FIC Mercados Globales, 20% Fondo Inmobiliario PEI

Composición Portafolio Perfil Agresivo (CdB)

Activo	Referencia	Participación	Plazo (días)	Retorno esperado	Calificación	Duración (años)
Liquidez (5%) ²	FIC Liquidez	5%	NA	4.60%	AAA	0.5
Renta Fija (25%) ³	Tasa Fija 7 años	9%	365	7.23%	AAA	5.60
	IPC a 7 años	16%	365	6.78%	AAA	5.44
Acciones locales (35%) ⁴	Grupo Éxito	11%	365	17.42%	NA	NA
	Grupo Argos	10%	365	14.99%	NA	NA
	Celsia	9%	365	14.90%	NA	NA
	Canacol	5%	365	11.33%	NA	NA
Mercados Globales (15%) ⁵	FIC Acciones Globales	15%	365	6.00%	NA	NA
Fondo Inmobiliario (20%)	PEI	20%	365	8.26%	AAA	Perpetuo
		100%		9.84%		

1 Tasas y precios variables y sujetas a condiciones del mercado

2 Rentabilidad promedio de últimos 12 meses

3 Se establece con el objetivo de realizar Rotación entre 180 y 365 días

4 Las rentabilidades de las acciones son retorno total (valorización + dividendo), precio objetivo Casa de Bolsa

5 Retorno esperado mercado norteamericano S&P500 de 0%, 10% Europa y 6% Asia (encuesta Bloomberg), más devaluación de 6%

Fundamentos de Inversión

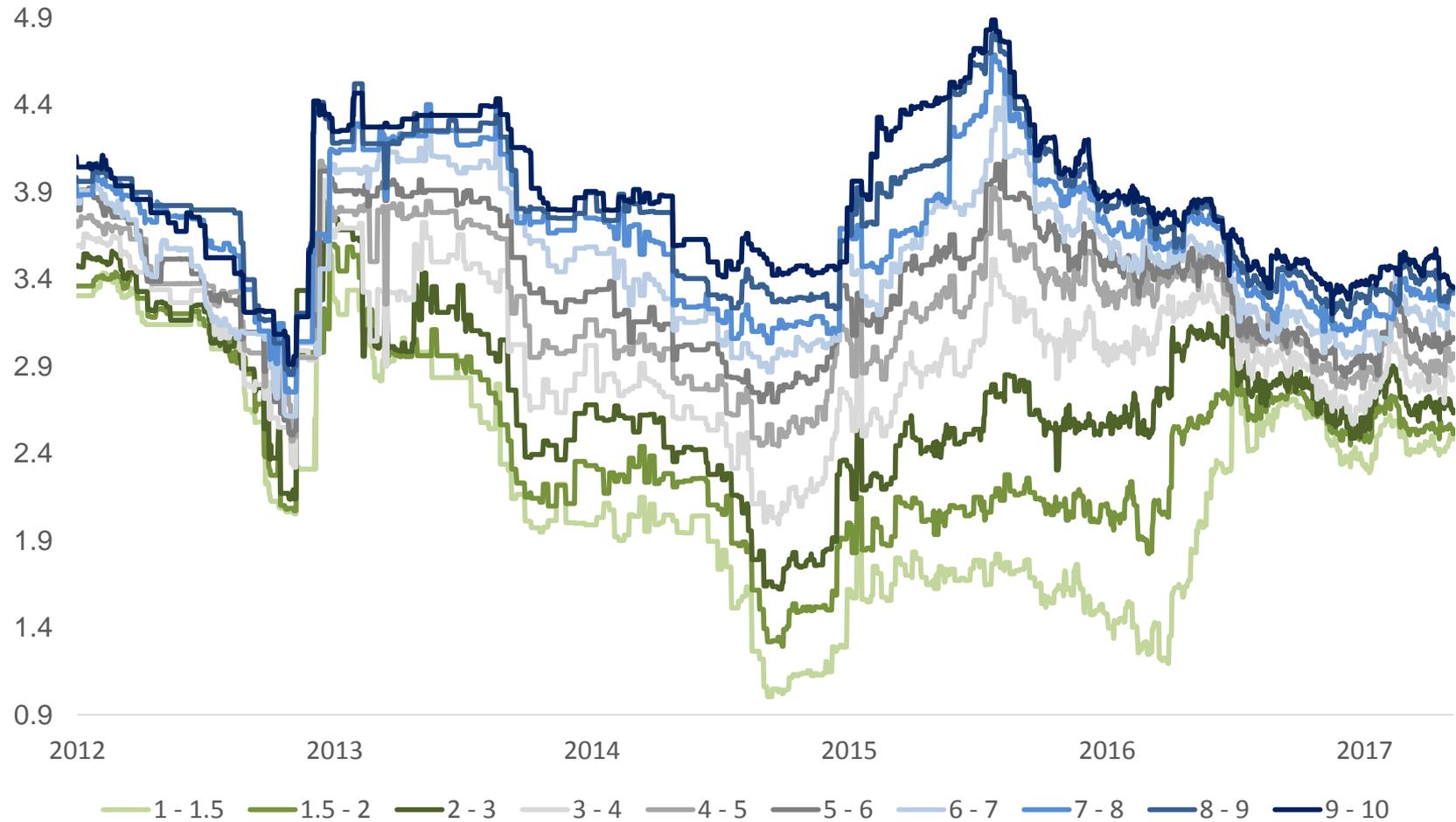
4T2017

Los títulos en IPC de largo plazo se mantiene relativamente estables

Al igual que los títulos de corto y mediano plazo

Márgenes IPC entre 1 y 10 años (CdB)

2010 a la fecha



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

El empinamiento de la curva IPC se encuentra en 116 pbs

Significativamente plana respecto al empinamiento histórico (178 pbs)

Empinamiento curva IPC entre 1 y 10 años (CdB)

2010 a la fecha



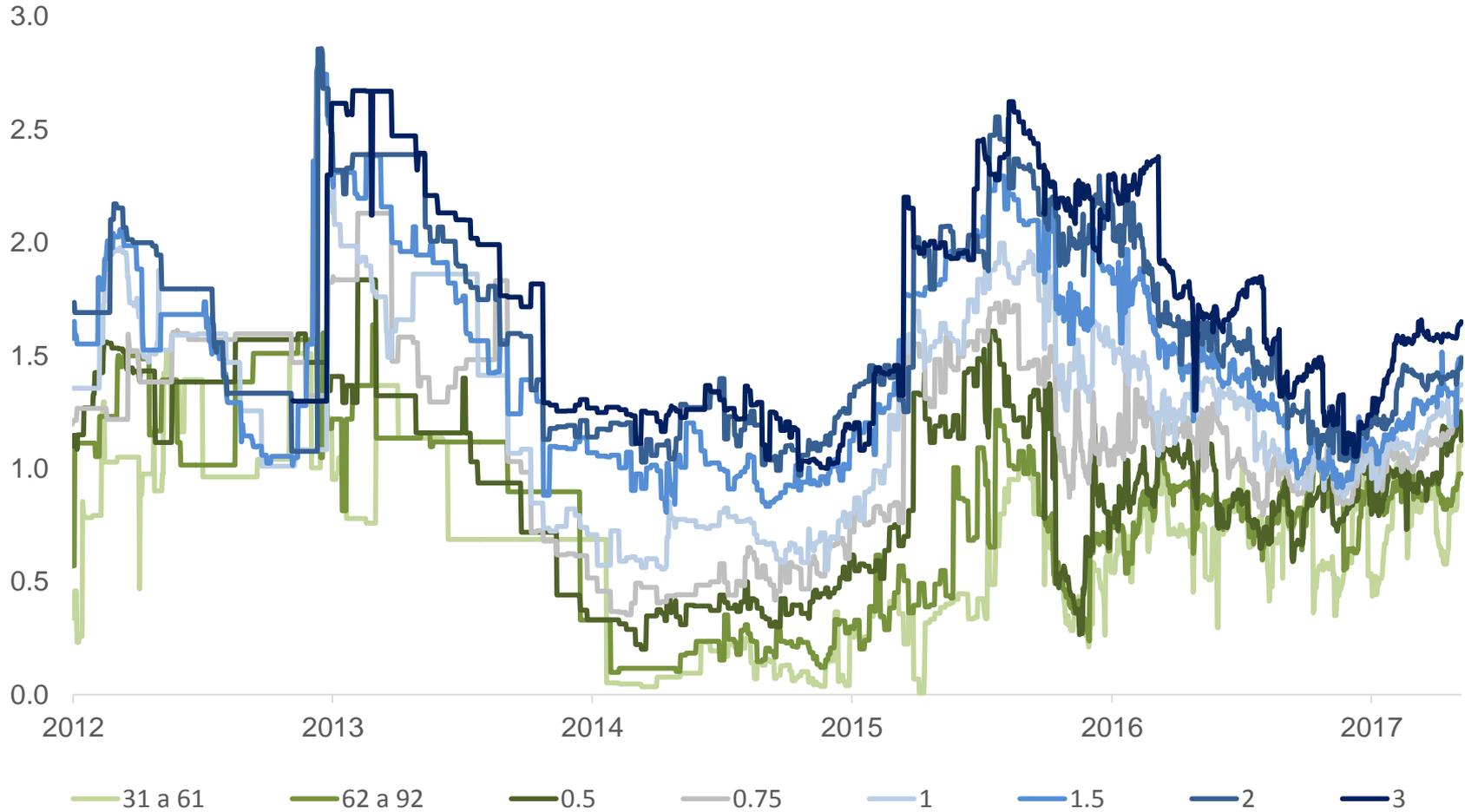
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Títulos en IBR de largo plazo han dejado de aumentar (2 a 3 años)

Mientras títulos de mediano plazo aumentan y cortos se mantienen estables

Márgenes IBR entre 60 días y 3 años (CdB)

2012 a la fecha



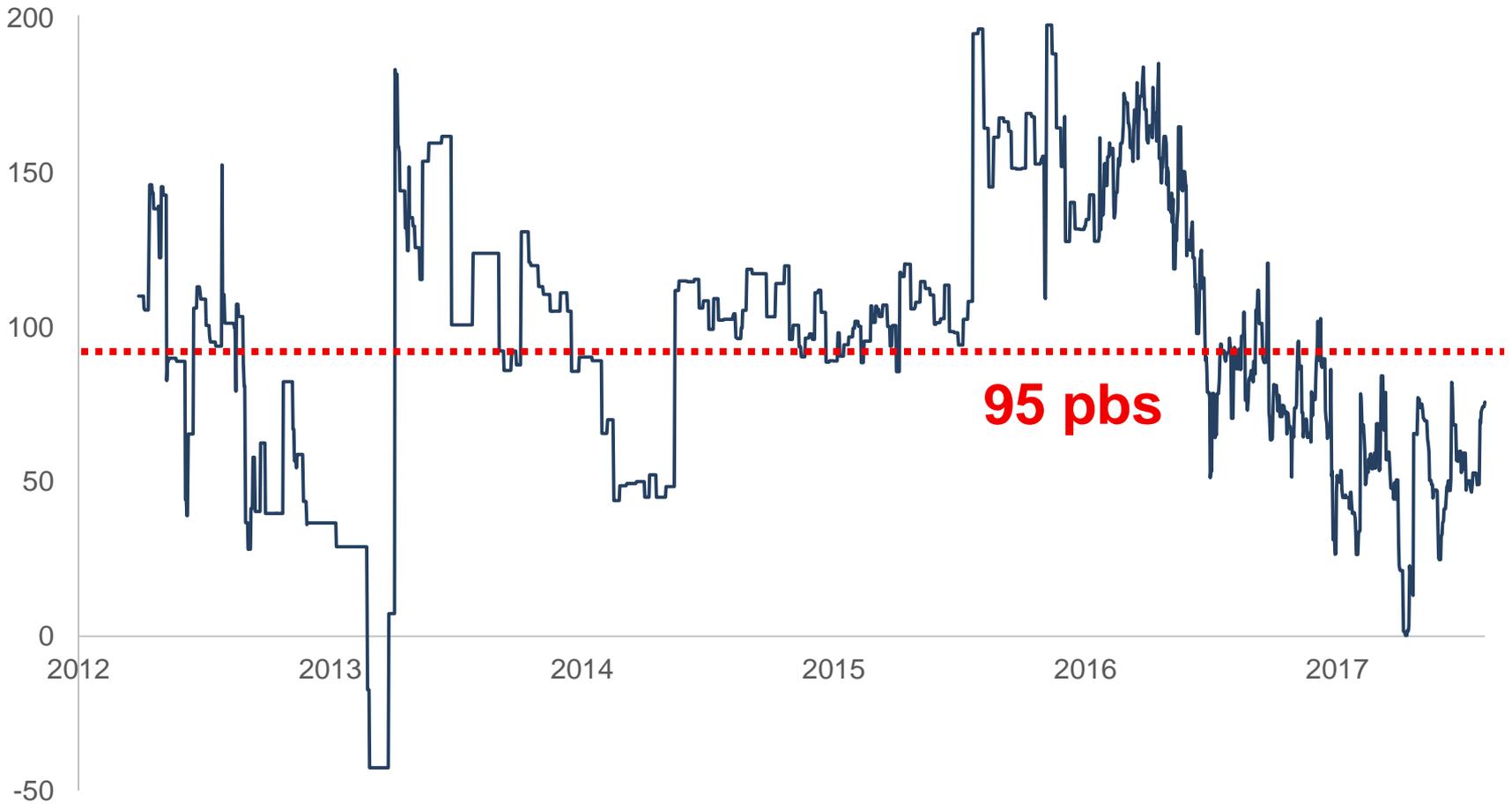
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Actualmente el empinamiento en IBR se encuentra en 76 pbs

Levemente inferior al promedio histórico

Empinamiento curva IBR entre 60 días y 2 años (CdB)

2011 a la fecha



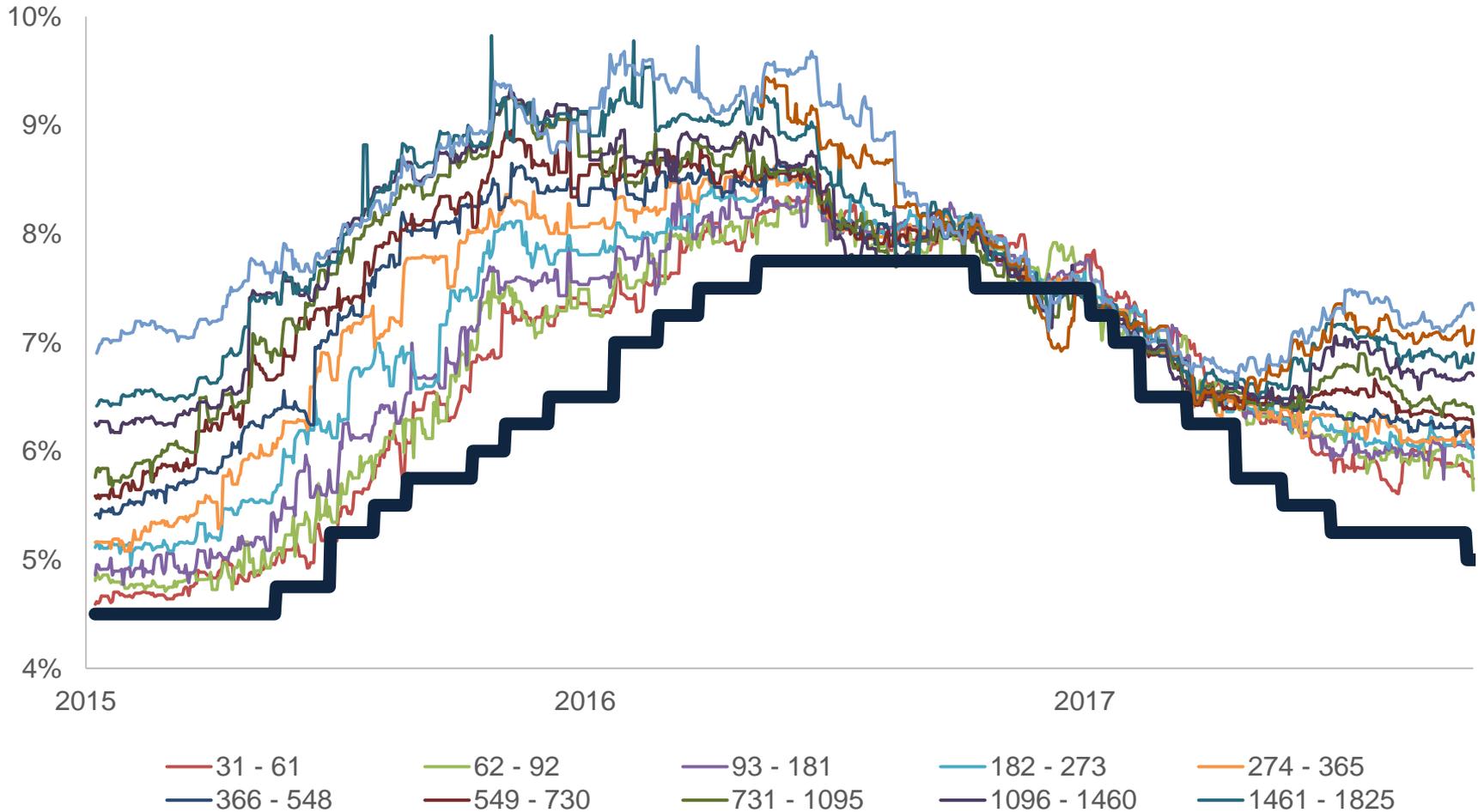
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Títulos en tasa fija de largo plazo se han estabilizado

Y en estos momentos lucen más atractivos que los de corto plazo

Deuda corporativa Tasa Fija entre 90 días y 7 años (CdB)

2013 a la fecha



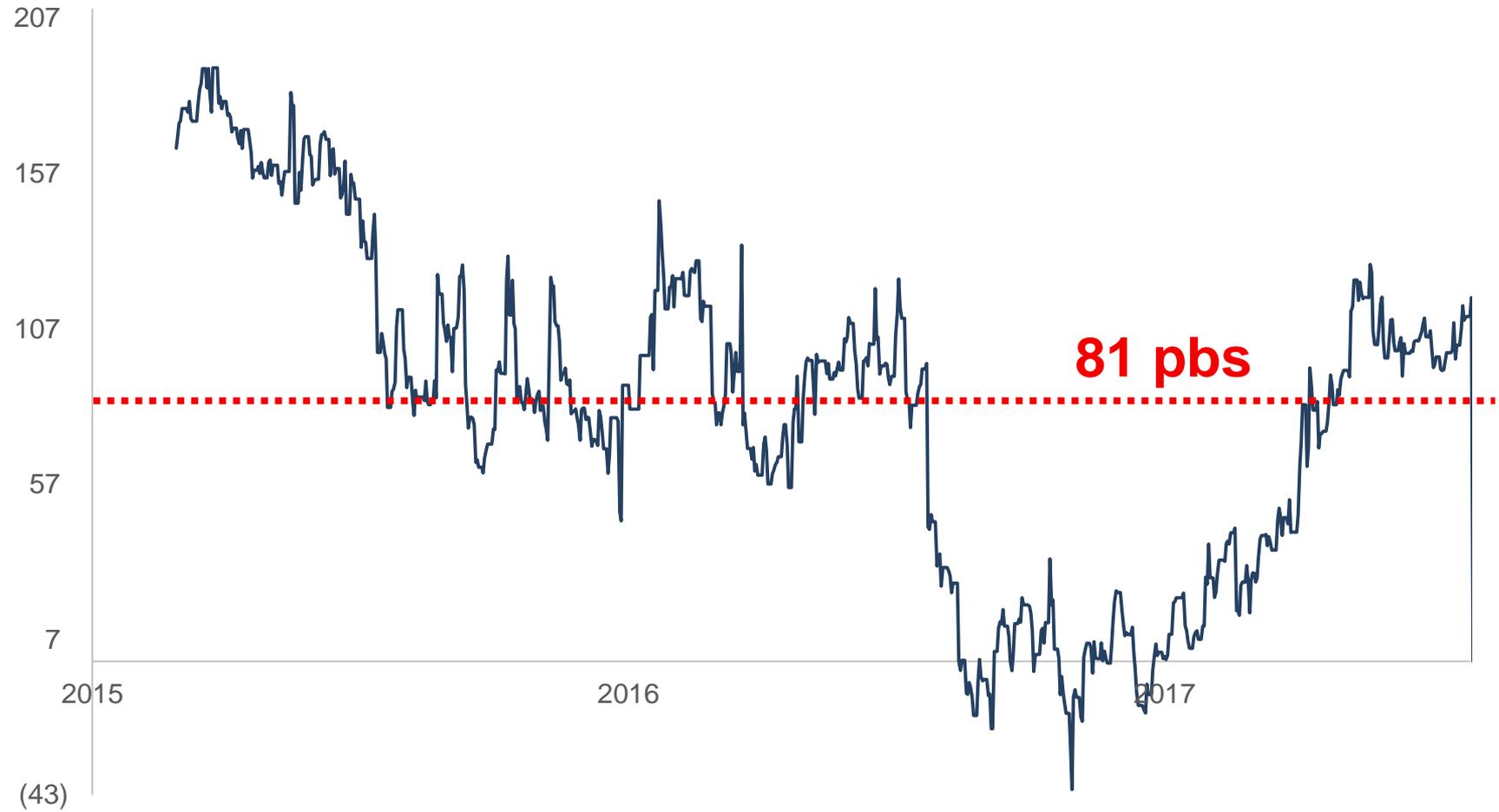
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Empinamiento curva Tasa Fija supera el promedio histórico

Haciendo nuevamente llamativos títulos de media y larga duración

Empinamiento Tasa Fija entre 1 y 7 años (CdB)

2015 a la fecha



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

(43)

Escenarios de rentabilidad

Perfil conservador

Escenarios rentabilidad Tasa Fija AAA a 1.5 años (CdB)

Tasa		Escenarios de rentabilidad E.A. a plazos (días)						Vencimiento
Compra	Venta	90	180	210	361	420	510	541
	6.90%	1.24%	4.01%	4.41%	5.43%	5.63%	5.84%	
	6.65%	2.38%	4.48%	4.78%	5.54%	5.69%	5.86%	
	6.40%	3.54%	4.95%	5.15%	5.66%	5.76%	5.87%	
	6.15%	4.71%	5.42%	5.52%	5.78%	5.83%	5.89%	
5.90%	5.90%	5.90%	5.90%	5.90%	5.90%	5.90%	5.90%	5.90%
	5.65%	7.10%	6.38%	6.28%	6.02%	5.97%	5.91%	
	5.40%	8.33%	6.87%	6.66%	6.14%	6.04%	5.93%	
	5.15%	9.57%	7.35%	7.04%	6.26%	6.11%	5.94%	
	4.90%	10.82%	7.84%	7.43%	6.38%	6.18%	5.96%	

Escenarios rentabilidad IBR AAA a 1 año (CdB)

Margen		Escenarios de rentabilidad E.A. a plazos (días)						Vencimiento
Compra	Venta	30	60	90	120	151	180	365
	1.66%	-0.58%	2.94%	4.14%	4.68%	5.02%	5.23%	
	1.51%	1.06%	3.71%	4.61%	4.99%	5.23%	5.39%	
	1.36%	2.73%	4.48%	5.08%	5.31%	5.45%	5.55%	
	1.21%	4.42%	5.26%	5.55%	5.63%	5.67%	5.71%	
1.06%	1.06%	6.14%	6.05%	6.02%	5.94%	5.89%	5.86%	5.78%
	0.91%	7.90%	6.85%	6.50%	6.26%	6.11%	6.02%	
	0.76%	9.68%	7.64%	6.98%	6.58%	6.34%	6.18%	
	0.61%	11.49%	8.45%	7.46%	6.90%	6.56%	6.35%	
	0.46%	13.33%	9.26%	7.94%	7.22%	6.78%	6.51%	
IBR MV Proyectada		4.66%	4.65%	4.65%	4.42%	4.43%	4.41%	4.38%

Escenarios rentabilidad IPC AAA a 2 años (CdB)

Margen		Escenarios de rentabilidad E.A. a plazos (días)						Vencimiento
Compra	Venta	90	180	270	361	540	720	725
	3.34%	0.22%	3.60%	4.43%	4.96%	5.63%	5.99%	
	3.09%	1.84%	4.32%	4.83%	5.21%	5.71%	5.99%	
	2.84%	3.50%	5.04%	5.24%	5.45%	5.79%	5.99%	
	2.59%	5.18%	5.77%	5.64%	5.69%	5.88%	5.99%	
2.34%	2.34%	6.89%	6.52%	6.05%	5.94%	5.96%	5.99%	5.99%
	2.09%	8.64%	7.26%	6.47%	6.19%	6.04%	5.99%	
	1.84%	10.43%	8.02%	6.88%	6.43%	6.13%	6.00%	
	1.59%	12.24%	8.78%	7.30%	6.68%	6.21%	6.00%	
	1.34%	14.09%	9.55%	7.72%	6.93%	6.30%	6.00%	
IPC Proyectado		3.55%	2.86%	3.18%	3.50%	3.67%	3.67%	3.67%

Escenarios de rentabilidad

Perfil moderado

Escenarios rentabilidad Tasa Fija AAA a 4 años (CdB)

Tasa		Escenarios de rentabilidad E.A. a plazos (días)						Vencimiento
Compra	Venta	90	180	270	360	540	720	1,454
6.40%	7.40%	-6.11%	0.36%	2.62%	3.77%	4.93%	5.51%	6.40%
	7.15%	-3.14%	1.83%	3.55%	4.42%	5.29%	5.73%	
	6.90%	-0.07%	3.33%	4.49%	5.07%	5.66%	5.95%	
	6.65%	3.11%	4.85%	5.44%	5.73%	6.03%	6.18%	
	6.40%	6.40%	6.40%	6.40%	6.40%	6.40%	6.40%	
	6.15%	9.80%	7.98%	7.37%	7.07%	6.77%	6.62%	
	5.90%	13.33%	9.58%	8.36%	7.75%	7.15%	6.85%	
	5.65%	16.98%	11.21%	9.36%	8.44%	7.53%	7.08%	
	5.40%	20.75%	12.88%	10.37%	9.13%	7.91%	7.31%	

Escenarios rentabilidad IBR AAA a 2 años (CdB)

Margen		Escenarios de rentabilidad E.A. a plazos (días)						Vencimiento
Compra	Venta	30	60	90	180	270	365	723
1.25%	2.25%	-14.65%	-4.35%	-0.67%	3.05%	4.32%	4.99%	5.93%
	2.00%	-9.84%	-1.81%	1.01%	3.80%	4.73%	5.24%	
	1.75%	-4.75%	0.80%	2.71%	4.55%	5.15%	5.48%	
	1.50%	0.62%	3.49%	4.45%	5.30%	5.57%	5.73%	
	1.25%	6.30%	6.24%	6.21%	6.06%	6.00%	5.98%	
	1.00%	12.30%	9.07%	8.01%	6.82%	6.42%	6.22%	
	0.75%	18.65%	11.97%	9.84%	7.60%	6.85%	6.47%	
	0.50%	25.35%	14.96%	11.69%	8.37%	7.28%	6.72%	
	0.25%	32.44%	18.02%	13.59%	9.16%	7.71%	6.97%	
IBR MV Proyectada		4.68%	4.67%	4.41%	4.43%	4.44%	4.39%	4.41%

Escenarios rentabilidad IPC AAA a 4 años (CdB)

Margen		Escenarios de rentabilidad E.A. a plazos (días)						Vencimiento
Compra	Venta	90	180	270	360	540	720	1,457
2.66%	3.66%	-5.41%	0.81%	2.62%	3.65%	4.83%	5.45%	6.54%
	3.41%	-2.38%	2.32%	3.56%	4.31%	5.20%	5.67%	
	3.16%	0.76%	3.86%	4.53%	4.97%	5.57%	5.89%	
	2.91%	4.02%	5.43%	5.50%	5.65%	5.95%	6.12%	
	2.66%	7.39%	7.03%	6.48%	6.33%	6.32%	6.35%	
	2.41%	10.87%	8.66%	7.48%	7.01%	6.70%	6.58%	
	2.16%	14.49%	10.31%	8.49%	7.70%	7.09%	6.81%	
	1.91%	18.24%	12.00%	9.51%	8.40%	7.47%	7.04%	
	1.66%	22.12%	13.72%	10.55%	9.11%	7.86%	7.27%	
IPC Proyectado		3.55%	2.86%	3.18%	3.50%	3.67%	3.67%	3.92%

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Escenarios de rentabilidad

Perfil agresivo

Escenarios rentabilidad Tasa Fija AAA a 7 años (CdB)

Tasa		Escenarios de rentabilidad E.A. a plazos (días)						Vencimiento
Compra	Venta	90	180	270	360	540	720	2,562
	8.23%	-12.35%	-2.69%	0.76%	2.53%	4.33%	5.24%	
	7.98%	-7.85%	-0.32%	2.33%	3.68%	5.04%	5.73%	
	7.73%	-3.09%	2.13%	3.93%	4.84%	5.76%	6.23%	
	7.48%	1.93%	4.64%	5.56%	6.03%	6.49%	6.73%	
7.23%	7.23%	7.23%	7.23%	7.23%	7.23%	7.23%	7.23%	7.23%
	6.98%	12.83%	9.89%	8.93%	8.45%	7.98%	7.74%	
	6.73%	18.76%	12.63%	10.66%	9.69%	8.73%	8.25%	
	6.48%	25.02%	15.46%	12.43%	10.95%	9.49%	8.77%	
	6.23%	31.64%	18.36%	14.24%	12.23%	10.26%	9.29%	

Escenarios rentabilidad IPC AAA a 7 años (CdB)

Margen		Escenarios de rentabilidad E.A. a plazos (días)						Vencimiento
Compra	Venta	90	180	270	360	540	720	2,542
	4.11%	-12.30%	-2.89%	0.25%	1.97%	3.83%	4.79%	
	3.86%	-7.68%	-0.42%	1.87%	3.15%	4.56%	5.29%	
	3.61%	-2.80%	2.14%	3.52%	4.34%	5.29%	5.79%	
	3.36%	2.37%	4.76%	5.21%	5.55%	6.03%	6.30%	
3.11%	3.11%	7.83%	7.47%	6.93%	6.78%	6.78%	6.81%	7.07%
	2.86%	13.62%	10.27%	8.69%	8.03%	7.54%	7.33%	
	2.61%	19.74%	13.14%	10.49%	9.31%	8.31%	7.85%	
	2.36%	26.23%	16.10%	12.32%	10.60%	9.09%	8.37%	
	2.11%	33.09%	19.16%	14.20%	11.91%	9.87%	8.90%	
IPC Proyectado		3.55%	2.86%	3.18%	3.50%	3.67%	3.67%	4.12%

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Patrimonio Estrategias Inmobiliarias (PEI)

¿Qué es el PEI?

	CO\$4.37 Bn Activos
	CO\$2.81 Bn Patrimonio
	130 30 Activos Municipios
	825,220 m² GLA
	7.68 Promedio años ²
	290,781 TEIS en circulación
	14.1% Rentabilidad E.A. ³
	11.3% Rentabilidad último año
	CO\$9,669,642 Valor del título ⁴
	2,431 Inversionistas

El PEI es el Fondo Inmobiliario más grande en Colombia con \$2.8 billones en AUM y el track record más largo en este tipo de inversiones en nuestro país. Además cuenta con activos importantes dentro de su portafolio diversificados geográficamente y por tipo de inmueble.

Liquidez

- El vencimiento del título es a 99 años, pero tiene liquidez permanente pues se negocia a través de los sistemas transaccionales de Bolsa.
- Hay un bid –offer spread importante por la baja liquidez del papel. No hay expectativas de corto plazo de que esto cambie.

Plazo Mínimo de Inversión

- Aunque no existen penalidades de retiro, **sugerimos que la inversión se debe realizar por un plazo mínimo de 1 año**, para poder recibir los intereses semestrales que son en febrero y Agosto. Esos rendimientos provienen de los arrendamientos de los inmuebles, menos prediales y gastos de administración. Si el cliente permanece menos tiempo, la rentabilidad proyectada es diferente a la que planteamos en el ejercicio.

Riesgos de la Inversión

- Los inmuebles en las principales ciudades del país han venido presentando valorizaciones importantes durante la última década aproximadamente, dicho proceso podría desacelerarse o incluso revertirse por condiciones tanto internas como externas.
- En ese sentido este fondo está sujeto a todos los riesgos propios del mercado inmobiliario donde se destacan el riesgo de desaceleración económica, que podría implicar riesgo de precio y/o vacancia de los inmuebles afectando la tesis de inversión y las rentabilidades.

¹ Vacancia económica calculada sobre los ingresos de los

² Duración de los contratos de arrendamiento

³ Rentabilidad acumulada desde el 2007

⁴ Cifra a 31 de agosto 2017

Cifras a cierre de agosto 2017

Patrimonio Estrategias Inmobiliarias (PEI)

Estrategia de inversión (si se compra en el mercado secundario)

Supongamos que el día de hoy compramos 1 unidad del PEI y la vendemos dentro de 1 año al mismo precio de compra, luego de recibir los dos pagos de rendimientos que realiza (febrero y agosto). La rentabilidad estimada se ubicaría alrededor del **8,26% EA**.

*El ejercicio de rentabilidad se realizó con base en la información histórica del título y no garantiza rentabilidades futuras.

Precio en el mercado Secundario

- En ocasiones, el título siempre suele cotizarse con prima, debido principalmente a la poca oferta en el secundario. De esta forma, aunque el precio de compra puede llegar a ser superior respecto al precio de valoración, esta prima se podría recuperar cuando se venda el papel a precios de mercado en su momento puntual, dependiendo de las condiciones del mercado.
- Como el título usualmente opera por encima del precio de valoración, por ejemplo al 104% (excepto en una emisión primaria, y otras condiciones de mercado), al otro día verá en su estado de cuenta una inversión valorada en 100. Lo anterior no implica que haya perdido esa diferencia, teniendo en cuenta que cuando se venda, se recupera esa prima total o parcialmente (dependiendo de condiciones de mercado).**
- Al comprar éste título en el secundario se adquiere un derecho preferencial de suscripción. Eso es una ventaja para quien lo compre, pues usualmente en el primario ese derecho le permitirá comprar una porción primaria a par (100) o cercano. La gran mayoría de los poseedores de los títulos ejercen ese derecho en las emisiones.
- Para poder participar en las emisiones que se piensan realizar en 2017, es importante tener derecho de preferencia, en ese sentido es viable entrar en el mercado secundario pagando la prima, para luego promediar la posición en las emisiones primarias y de esa forma mejorar la rentabilidad esperada.

Escenarios de rentabilidad a un año* (CdB)

		Precio venta									
		97	98	99	100	101	102	103	104	105	106
Precio compra	97	8.61%	9.70%	10.80%	11.89%	12.98%	14.07%	15.16%	16.26%	17.35%	18.44%
	98	7.48%	8.56%	9.64%	10.72%	11.80%	12.88%	13.96%	15.04%	16.12%	17.20%
	99	6.36%	7.43%	8.50%	9.57%	10.64%	11.71%	12.78%	13.85%	14.92%	15.99%
	100	5.28%	6.33%	7.39%	8.45%	9.51%	10.57%	11.63%	12.69%	13.75%	14.81%
	101	4.21%	5.26%	6.31%	7.35%	8.40%	9.45%	10.50%	11.55%	12.60%	13.64%
	102	3.16%	4.20%	5.24%	6.28%	7.32%	8.35%	9.39%	10.43%	11.47%	12.51%
	103	2.14%	3.17%	4.19%	5.22%	6.25%	7.28%	8.31%	9.33%	10.36%	11.39%
	104	1.13%	2.15%	3.17%	4.19%	5.21%	6.22%	7.24%	8.26%	9.28%	10.29%
	105	0.15%	1.16%	2.16%	3.17%	4.18%	5.19%	6.20%	7.20%	8.21%	9.22%
	106	-0.82%	0.18%	1.18%	2.18%	3.18%	4.17%	5.17%	6.17%	7.17%	8.17%

- El ejercicio de rentabilidad se realizó con base en la información histórica del título y no garantiza rentabilidades futuras. Adicionalmente, se realizó con un crecimiento anual de la unidad del 3.5%, en el caso que el crecimiento sea superior/inferior, las rentabilidades serían mayores/inferiores. Por último, se realiza una sensibilidad a diferentes precios de compra y venta (entre el 97% y 106%)

Democratización por parte del distrito vuelve atractiva a EEB

1. Vemos a EEB como un vehículo de inversión atractivo, que ofrece al inversionista una exposición integral al negocio de la energía, tanto a nivel local como regional, soportado en sólidos fundamentales.
2. La participación de EEB en actividades reguladas como la transmisión y distribución de electricidad, el transporte y la distribución de gas natural; junto con la presencia de la compañía en la actividad de generación de energía eléctrica, garantiza una generación estable de ingresos, esto que suma al mantenimiento de elevados niveles de eficiencia operativa.
3. La compañía pertenece a un sector considerado como defensivo ante una difícil coyuntura económica, y resaltamos el compromiso de continuo crecimiento con su plan de inversión hasta 2020

Enajenación de activos no estratégicos

Acción	Precio venta	Acciones totales	Monto total (COP mm)
 PROMIGAS	5,201	177,864,263	922,592
 LSA	14,000	18,448,050	258,273
 Banco popular	481	8,772,703	4,220
 nutesa	26,000	223	6

Gráfica acción (CdB)



- **Entrada:** 2.000
- **Take profit:** 2.200
- **Stop loss:** 1.900

Grupo Argos (Perfil Moderado - Agresivo)

Expuesta a sectores claves en Colombia y Estados Unidos

1. La compañía se ha enfocado en el sector de construcción y de infraestructura. Dos sectores que se espera que impulsen la economía Colombiana en la próxima década.
2. La consolidación de Odinsa y la recuperación de Celsia tuvieron un impacto positivo sobre los resultados financieros de Grupo Argos. Por otro lado, las adquisiciones de Odinsa y Opain demuestran la intención de Grupo Argos de convertirse en una compañía líder en el sector de infraestructura en Colombia, consolidando su presencia en las concesiones viales y aeroportuarias.

Gráfica acción (CdB)

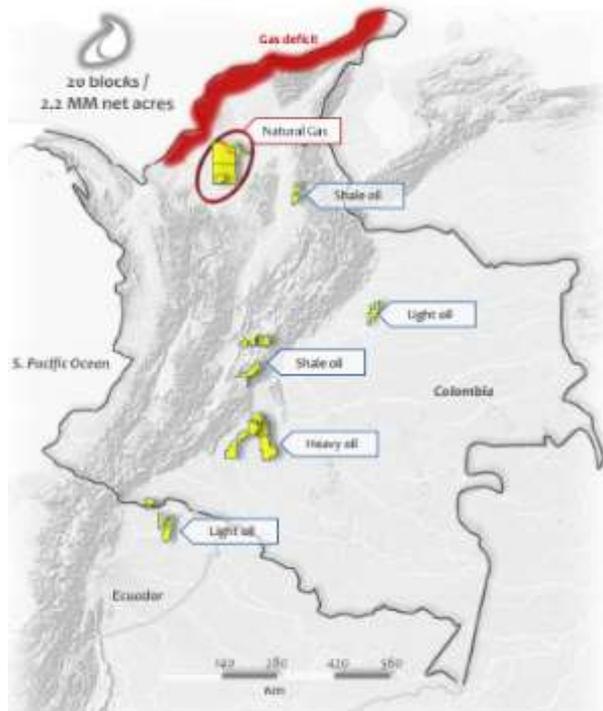


Canacol (Perfil Agresivo)

Poco sensible al precio del petróleo

1. El 90% de los ingresos son insensibles al precio del petróleo (Mayor enfoque hacia gas y contratos take or pay).
2. Buenas perspectivas sobre nuevos hallazgos de gas. Esperamos que producción de gas se multiplique por 4.
3. Caída en el apalancamiento por flujo de caja estable.
4. Esperamos un impacto favorable por parte del incremento planeado en la producción de gas en diciembre del 2017 y 2018 a 130 MMscfpd y 230 MMscfpd respectivamente, lo que beneficiaría los ingresos y niveles de apalancamiento de la compañía.

Oil & Gas (Canacol)



Gráfica acción (CdB)



- **Entrada:** 10.000
- **Take profit:** 11.200
- **Stop loss:** 9.350

Éxito (Perfil Agresivo)



Una apuesta clara a la recuperación de Brasil

1. Aproximadamente el 70% de los ingresos de la compañía provienen de Brasil, país que ha presentado una estabilización de su economía y que se espera que tenga un mejor dinamismo, impactando positivamente los ingresos de la compañía.
2. Esperamos que la recuperación de la economía brasilera y menores tasas de interés e inflación sigan impulsando la ganancia neta en los próximos semestres.
3. Hay que estar atentos a lo que ocurra en Colombia, ya que el consumo se ha venido desacelerando, de la mano de un debilitamiento en la confianza del consumidor.

Exposición ingresos Éxito por país (CdB)



Gráfica acción (CdB)



- **Entrada:** 16.300
- **Take profit:** 19.500
- **Stop loss:** 14.800

Nutresa (Perfil Agresivo)

Rezagada con respecto a la última valorización del Colcap



1. Pese a una baja dinámica del consumo que sigue presionando los resultados de la compañía, evidenciado en una contracción importante de los volúmenes, las ventas se muestran resistentes al entorno económico retador gracias a su estrategia de incremento de precios.
2. Empresa líder en alimentos procesados en Colombia (60,5% participación de mercado) y uno de los jugadores más relevantes del sector en América Latina, en ocho unidades de negocio: Carnes Frías, Galletas, Chocolates, TMLUC, Cafés, Alimentos al Consumidor, Helados y Pastas. Adicionalmente, es una compañía diversificada en términos de geografía, productos y abastecimiento; con presencia directa en 14 países.
3. Por sexto año consecutivo, fue incluida en el DJSI (World Index & Emerging Markets Index) y reconocida como una de las empresas más sostenibles del mundo.

Gráfica acción (CdB)

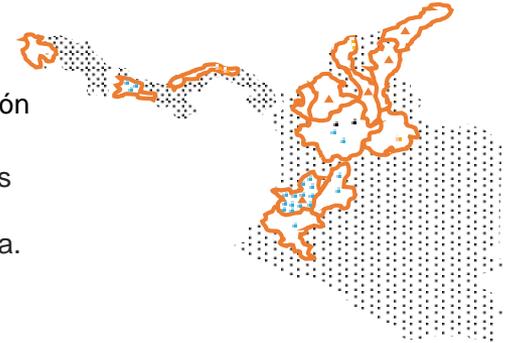


Celsia (Perfil Agresivo)

Después de la sequía viene la calma



1. Empresa especializada en la generación, distribución y comercialización de energía eléctrica.
2. Diversificación geográfica que mitiga riesgos regulatorios, climáticos y cambiarios. Diversificación de energías.
3. La recuperación trimestral en los precios de la energía en bolsa, sumado a mejores condiciones hidrológicas y una estructura de costos más eficiente facilitaron que el margen EBITDA permaneciera en niveles históricamente altos pese a menores niveles de generación de energía.
4. El comportamiento positivo en el segmento de comercialización se relacionó con una mayor demanda, mientras el rubro de distribución estuvo impulsado en parte por el Plan 5 Caribe



Gráfica acción (CdB)

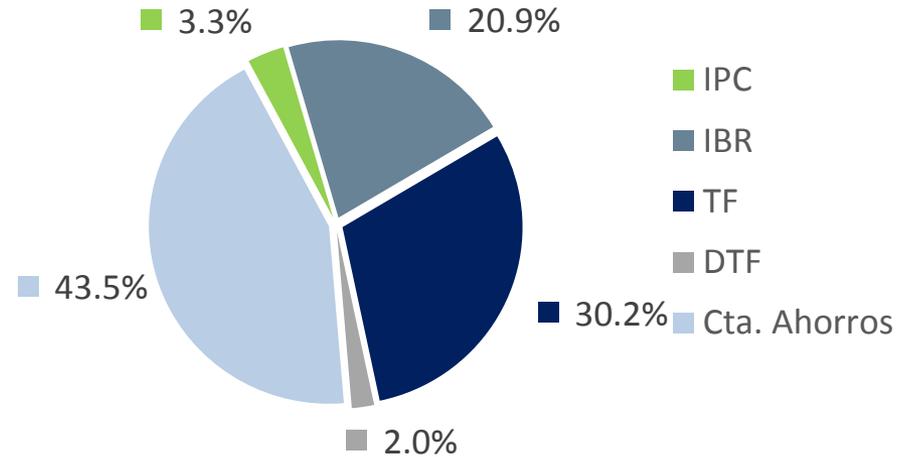


FIC Liquidez

Mantenga sus recursos a la vista

El FIC Liquidez ofrece al inversionista un portafolio de riesgo conservador para la inversión de sus recursos a corto plazo, optimizando la rentabilidad, disponibilidad y preservación del capital. El fondo también le permite mover sus recursos de una entidad a otra dentro de su red bancaria sin incurrir en GMF.

Composición portafolio agosto 2017 (CdB)



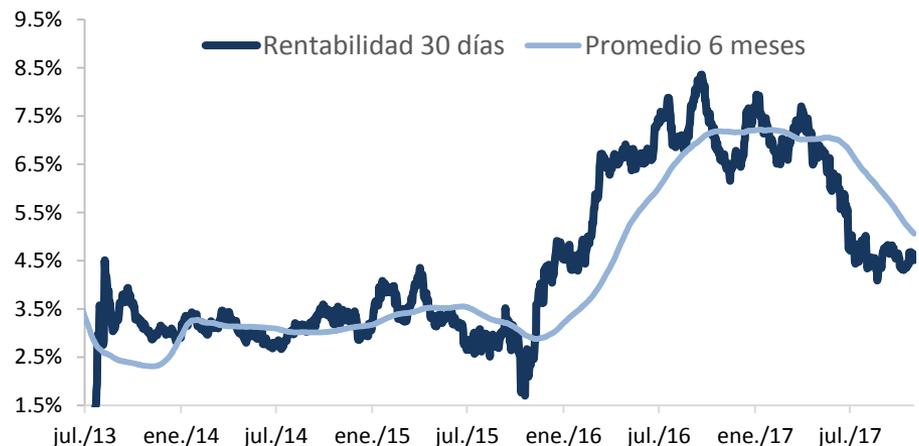
\$611.964 MM

en activos bajo administración

F AAA/ 2+/BRC1

la más alta calificación de corto plazo por BRC Standard & Poor's

Rentabilidad promedio 180 días últimos 6 meses (CdB)



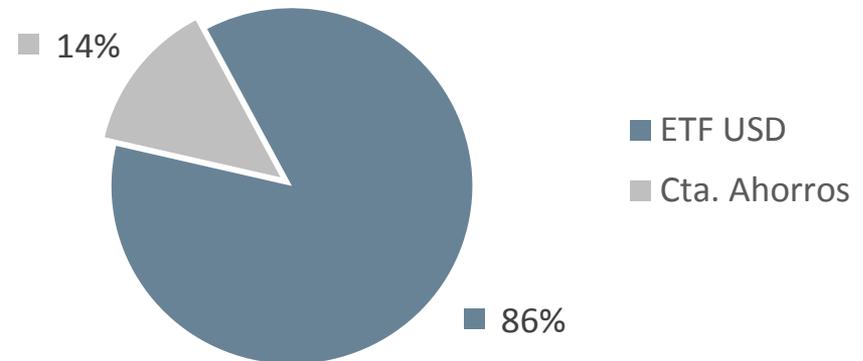
* Datos al 31 de octubre de 2017, fuente Casa de Bolsa 103

FIC Acciones Globales

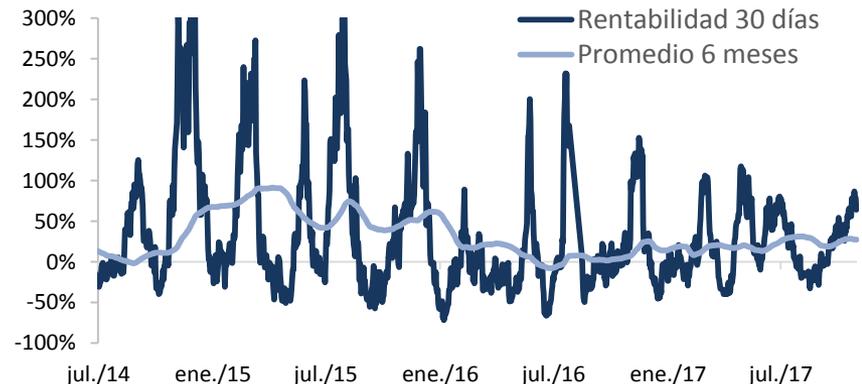
Exposición a acciones internacionales y divisas

Acciones Globales está dirigido a inversionistas que busquen una excelente alternativa para diversificar su portafolio y tener exposición al dólar, accediendo principalmente a los mercados accionarios de América del Norte, Europa Occidental y Asia Pacífico, sin necesidad de abrir una cuenta de inversión en el extranjero.

Composición portafolio agosto 2017 (CdB)



Rentabilidad promedio 30 días últimos 6 meses (CdB)



\$9.109 MM

en activos bajo administración

30 días

es el pacto de permanencia

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

¿Quiénes somos?

Casa de Bolsa, la Comisionista de Bolsa de Grupo Aval



Cargo	Nombre	e-mail	Teléfono
Director Inversiones	Alejandro Pieschacon	alejandro.pieschacon@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22685
Director Investigaciones	Juan David Ballén	juan.ballen@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22622
Estratega Renta Fija	Angela Pinzón	angela.pinzon@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 23626
Analista Renta Fija	Lina Tatiana Cuéllar	lina.cuellar@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22710
Estratega Acciones	Omar Suarez	omar.suarez@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22619
Analista Acciones	Roberto Paniagua	roberto.paniagua@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22703
Practicante	Raúl Moreno	raul.moreno@casadebolsa.com.co	6062100 Ext 22602

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Contáctenos

- ✉ analisis.estrategiaCB@casadebolsa.com.co
- 🐦 [@CasadeBolsaSCB](https://twitter.com/CasadeBolsaSCB)
- 📘 [Casa de Bolsa SCB Grupo Aval](#)
- www.casadebolsa.com.co

Análisis y Estrategia

Dirija sus inquietudes y comentarios a:

analisis.estrategiaCB@casadebolsa.com.co | (571) 606 21 00 | Twitter: @CasadeBolsaSCB | www.casadebolsa.com.co

Bogotá

TEL (571) 606 21 00

FAX 755 03 53

Cra 7 No 33-42, Piso 10-11

Edificio Casa de Bolsa

Medellín

TEL (574) 604 25 70

FAX 321 20 33

Cl 3 sur No 41-65, Of. 803

Edificio Banco de Occidente

Cali

TEL (572) 898 06 00

FAX 889 01 58

Cl 10 No 4-47, Piso 21

Edificio Corficolombiana



Este material no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún instrumento financiero y tampoco es un compromiso de Casa de Bolsa S.A. para entrar en cualquier tipo de transacción. El presente documento constituye la interpretación del mercado por parte del Área de Análisis y Estrategia. La información contenida se presume confiable pero Casa de Bolsa S.A. no garantiza que sea completa o totalmente precisa. En ese sentido la certeza o el alcance de la información pueden cambiar sin previo aviso y se distribuye únicamente con propósitos informativos. Las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A.