
Emisión bonos ordinarios Banco de Occidente

Análisis mercado y fundamentos de inversión

diciembre de 2017

CasadeBolsa
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

Emisión de bonos ordinarios de Banco de Occidente

Principales características de la emisión, somos colocadores

- Nos complace anunciarles que participaremos como agentes colocadores en la emisión de bonos ordinarios por \$400.000 millones que realizará el Banco Occidente el próximo 14 de diciembre.
- A pesar que encontramos en la temporada de fin de año, consideramos que las condiciones de liquidez son justas, toda vez que tuvimos el vencimiento de TES de Corto Plazo por \$2.6 billones, y tendremos el vencimiento de bonos de Ecopetrol por \$138.700 millones. Adicionalmente, solo tendremos simultáneamente la emisión de títulos de participación del PEI por más de \$626.000 millones, sin embargo hacen parte de otro tipo de estrategia de inversión.
- Entre tanto, consideramos que el factor que más podría llegar a interferir en los resultados de la emisión es la reciente disminución de la calificación de Colombia hasta BBB- y las revisiones a la baja de 6 entidades del sector financiero, que han generado ruido al alza en tasa el mercado de TES.
- De todas formas en términos de estrategia, consideramos que los títulos en Tasa Fija continúan siendo una buena alternativa de inversión teniendo en cuenta que el mercado espera que el Banco de la República disminuya la tasas de interés hasta 4.25% en el primer trimestre de 2018 (podría llegar hasta 4.00%). Entre tanto, los títulos indexados al IPC son atractivos como alternativa de diversificación de portafolio para cubrirse ante los choques inflacionarios que se puedan llegar a presentar.

14 diciembre

fecha de colocación

400.000 MM

monto a emitir

AAA

la máxima calificación de riesgo crediticio por BRC

- Títulos:** bonos ordinarios
- Modalidad colocación:** subasta holandesa
- Valor nominal:** 400,000 MM
- Pago:** t + 1
- Fixing:**

Indicador	Plazo (años)	Fixing CdB	Tasa Máxima
Tasa Fija	3	6.30%-6.35%	6.35%
Tasa Fija	5	6.75%-6.80%	6.80%
IPC + spread	10	3.60%-3.65%	3.65%
IPC + spread	15	3.85%-3.90%	3.90%

Fixing Tasa Fija a 3 y 5 años

Entre 6.30% a 6.35% y 6.75% a 6.80% respectivamente

6.30%-6.35%

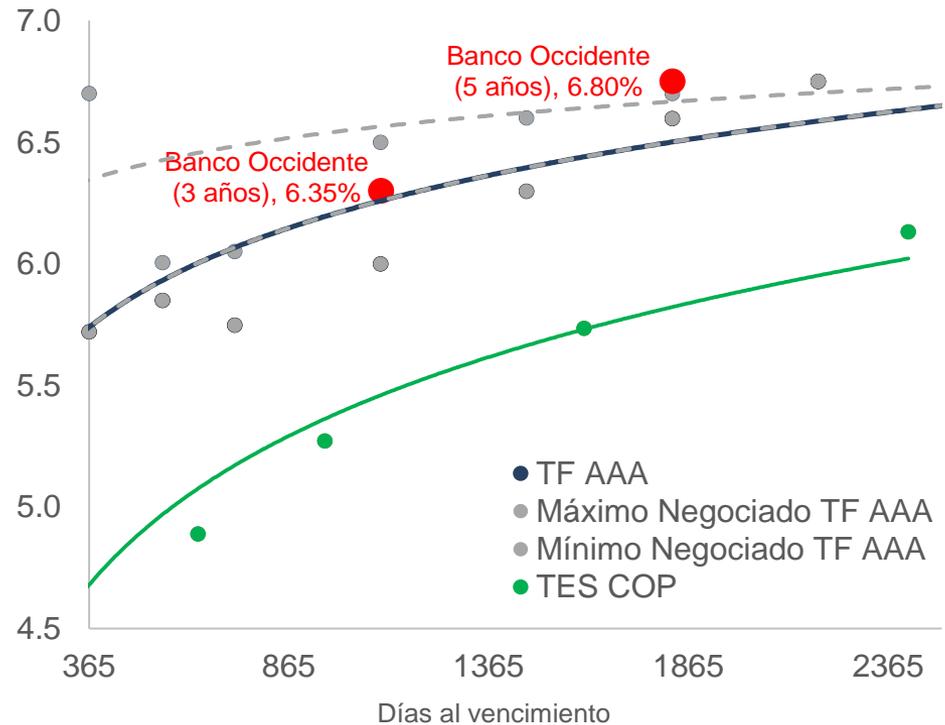
rango estimado para el plazo a 3 años. Entre 96 y 101 pbs sobre TES COP sintético de la misma duración

6.75%-6.80%

rango estimado para el plazo a 5 años. Entre 96 y 101 pbs sobre TES COP sintético de la misma duración

Curva sector financiero TF AAA y TES COP (CdB)

A la fecha



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Alternativa de inversión en Tasa Fija a 3 años

Beneficiándose del segundo ciclo de disminución de tasas del Banrep

Los títulos en Tasa Fija de mediana duración continúan siendo una buena alternativa de inversión, teniendo en cuenta que el nivel de tasas actual continúa siendo atractivo toda vez que esperamos que el ciclo de disminución de tasas de interés continúe durante el primer trimestre de 2018 hasta llegar al 4.25%.

7.51% EA

rentabilidad estimada a 180 días si disminuyen 25 pbs las tasas de interés

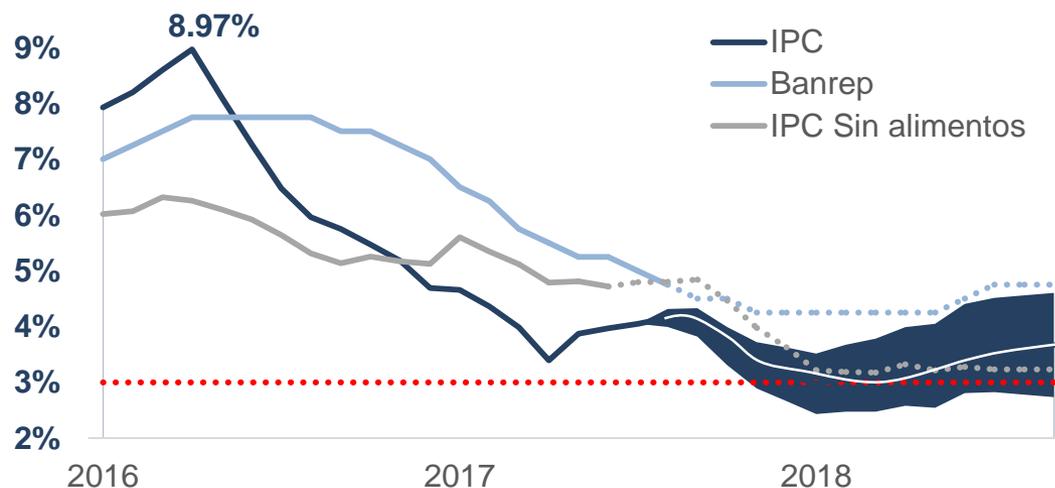
100 pbs

sobre el TES COP sintético de la misma duración

AAA

calificado por BRC Investor

Proyección de IPC y tasas Banrep (CdB)



Escenario rentabilidad a diferentes plazos (CdB)

TIR Compra estimada: 6.35% EA

Tasa		Escenarios de rentabilidad E.A. a plazos (días)						Vencimiento
Compra	Venta	60	120	180	240	300	360	1,093
	7.35%	-8.23%	-0.78%	1.84%	3.17%	3.98%	4.52%	
	7.10%	-4.80%	0.95%	2.95%	3.95%	4.56%	4.97%	
	6.85%	-1.23%	2.71%	4.07%	4.74%	5.15%	5.43%	
	6.60%	2.48%	4.51%	5.20%	5.54%	5.75%	5.89%	
6.35%	6.35%	6.35%	6.35%	6.35%	6.35%	6.35%	6.35%	6.35%
	6.10%	10.37%	8.22%	7.51%	7.17%	6.96%	6.82%	
	5.85%	14.55%	10.13%	8.70%	7.99%	7.57%	7.29%	
	5.60%	18.91%	12.08%	9.89%	8.82%	8.18%	7.76%	
	5.35%	23.44%	14.07%	11.11%	9.66%	8.81%	8.23%	

* Tasa sujeta a cambios según condiciones de mercado

Alternativa de inversión en Tasa Fija a 5 años

Beneficiándose del segundo ciclo de disminución de tasas del Banrep

Los títulos en Tasa Fija de mediana duración continúan siendo una buena alternativa de inversión, teniendo en cuenta que el nivel de tasas actual continúa siendo atractivo toda vez que esperamos que el ciclo de disminución de tasas de interés continúe durante el primer trimestre de 2018 hasta llegar al 4.25%.

8.77% EA

rentabilidad estimada a 180 días si disminuyen 25 pbs las tasas de interés

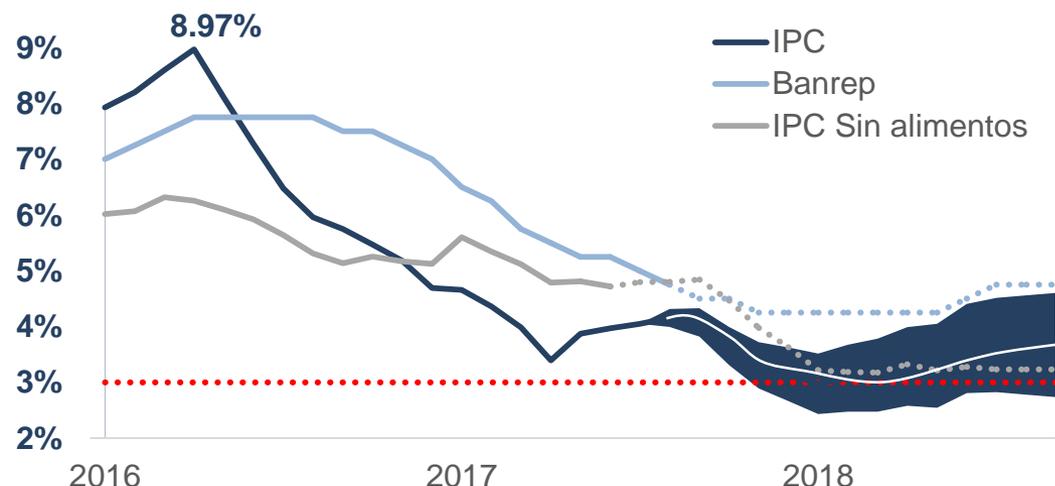
100 pbs

sobre el TES COP sintético de la misma duración

AAA

calificado por BRC Investor

Proyección de IPC y tasas Banrep (CdB)



Escenario rentabilidad a diferentes plazos (CdB)

TIR Compra estimada: 6.80% EA

Tasa	Escenarios de rentabilidad E.A. a plazos (días)							Vencimiento	
	Compra	Venta	60	120	180	240	300		360
7.80%			-15.44%	-4.58%	-0.65%	1.36%	2.59%	3.42%	6.80%
7.55%			-10.38%	-1.87%	1.15%	2.69%	3.62%	4.25%	
7.30%			-5.01%	0.93%	2.99%	4.04%	4.67%	5.09%	
7.05%			0.71%	3.82%	4.88%	5.41%	5.73%	5.94%	
6.80%	6.80%	6.80%	6.80%	6.80%	6.80%	6.80%	6.80%	6.80%	
6.55%			13.28%	9.88%	8.77%	8.22%	7.89%	7.67%	
6.30%			20.17%	13.05%	10.77%	9.66%	8.99%	8.55%	
6.05%			27.51%	16.33%	12.83%	11.12%	10.11%	9.44%	
5.80%			35.32%	19.72%	14.92%	12.61%	11.24%	10.34%	

* Tasa sujeta a cambios según condiciones de mercado

Fixing IPC a 10 y 15 años

Entre 3.60% a 3.65% y 3.85% a 3.90% respectivamente

3.60%-3.65%

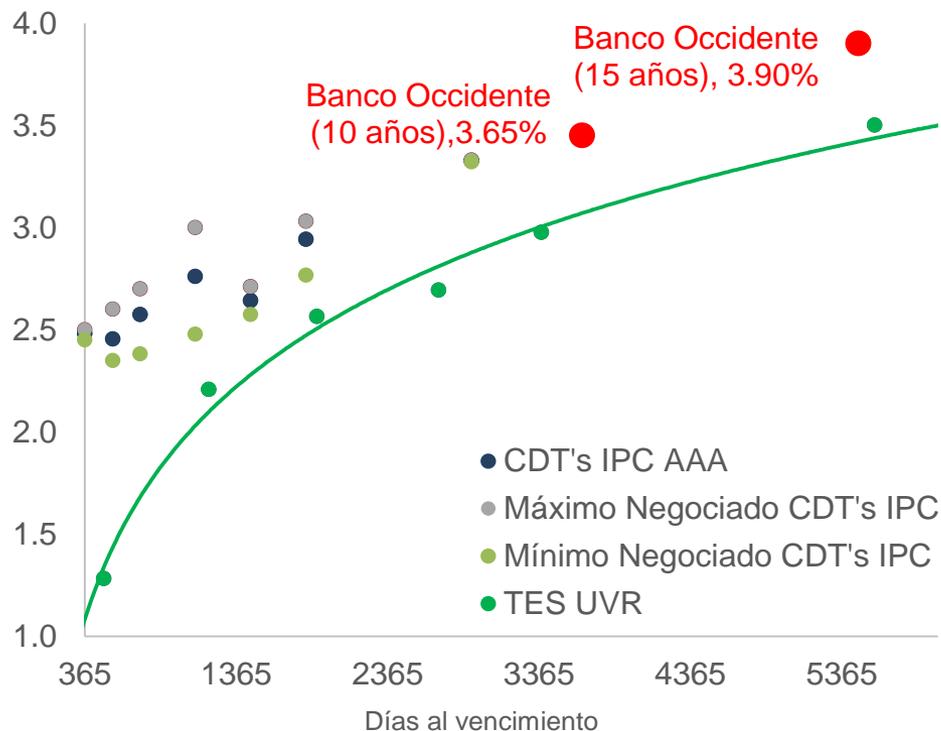
rango estimado para el plazo a 10 años. Entre 50 y 55 pbs sobre TES sintético de la misma duración

3.85%-3.90%

rango estimado para el plazo a 15 años. Entre 41 y 46 pbs sobre TES sintético de la misma duración

Curva sector financiero IPC AAA y TES UVR (CdB)

A la fecha



Alternativa de inversión en IPC a 10 años

Cubriéndose ante choques de inflación

Los títulos indexados al IPC de mediana y larga duración son una buena alternativa para cubrirse ante los choques inflacionarios que se puedan llegar a presentar. Según las proyecciones del mercado, el IPC cerraría este año en 4.00%, alcanzaría el 3% entre marzo y abril, y cerraría 2018 alrededor de 3.46%.

7.42% EA

rentabilidad estimada a 180 días si el precio permanece estable

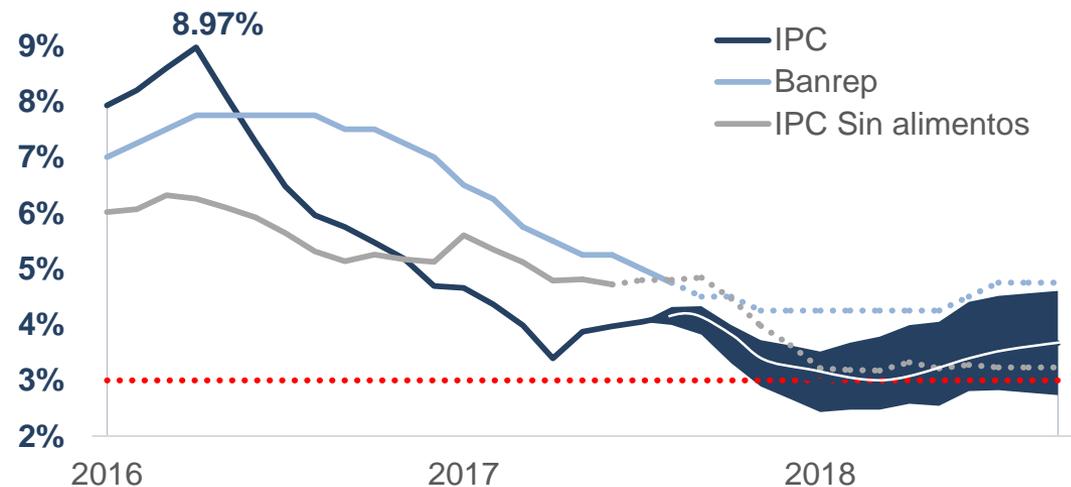
53 pbs

sobre el TES UVR sintético de la misma duración

AAA

calificado por BRC Investor

Proyección de IPC y tasas Banrep (CdB)



Escenario rentabilidad a diferentes plazos (CdB)

TIR Compra estimada: 7.92%EA (IPC + 3.65%)

Margen	Escenarios de rentabilidad E.A. a plazos (días)							Vencimiento	
	Compra	Venta	60	180	270	360	540		720
	4.25%	-15.48%	-0.96%	1.73%	3.18%	4.73%	5.51%		
	4.10%	-10.12%	1.06%	3.06%	4.15%	5.34%	5.95%		
	3.95%	-4.41%	3.13%	4.41%	5.13%	5.96%	6.39%		
	3.80%	1.68%	5.25%	5.79%	6.12%	6.59%	6.83%		
3.65%	3.65%	8.20%	7.42%	7.19%	7.13%	7.22%	7.28%	7.41%	
	3.50%	15.15%	9.65%	8.61%	8.15%	7.86%	7.73%		
	3.35%	22.59%	11.93%	10.06%	9.18%	8.50%	8.18%		
	3.20%	30.53%	14.26%	11.53%	10.23%	9.15%	8.64%		
	3.05%	39.02%	16.66%	13.03%	11.29%	9.81%	9.10%		
IPC Proyectado		3.55%	2.95%	3.18%	3.59%	3.67%	3.67%	3.67%	

* Tasa sujeta a cambios según condiciones de mercado

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Alternativa de inversión en IPC a 15 años

Cubriéndose ante choques de inflación

Los títulos indexados al IPC de mediana y larga duración son una buena alternativa para cubrirse ante los choques inflacionarios que se puedan llegar a presentar. Según las proyecciones del mercado, el IPC cerraría este año en 4.00%, alcanzaría el 3% entre marzo y abril, y cerraría 2018 alrededor de 3.46%.

7.71% EA

rentabilidad estimada a 180 días si el precio permanece estable

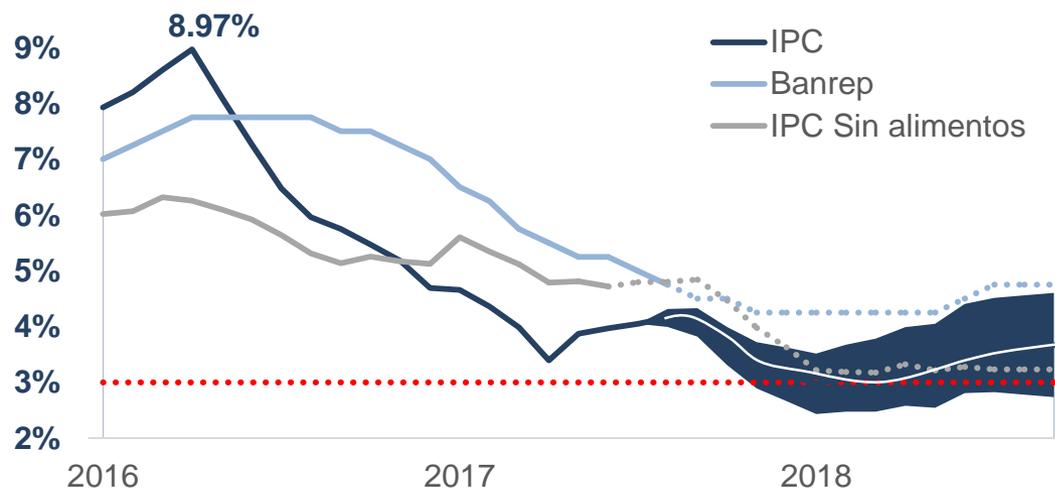
46 pbs

sobre el TES UVR sintético de la misma duración

AAA

calificado por BRC Investor

Proyección de IPC y tasas Banrep (CdB)



Escenario rentabilidad a diferentes plazos (CdB)

TIR Compra estimada: 8.18%EA (IPC + 3.90%)

Margen	Escenarios de rentabilidad E.A. a plazos (días)							Vencimiento	
	Compra	Venta	60	180	270	360	540		720
4.50%		-20.67%	-3.05%	0.40%	2.26%	4.18%	5.15%		
4.35%		-14.27%	-0.49%	2.10%	3.51%	4.99%	5.73%		
4.20%		-7.32%	2.16%	3.85%	4.78%	5.81%	6.33%		
4.05%		0.26%	4.89%	5.64%	6.08%	6.64%	6.93%		
3.90%	3.90%	8.49%	7.71%	7.46%	7.39%	7.48%	7.54%		7.68%
3.75%		17.47%	10.62%	9.33%	8.74%	8.34%	8.15%		
3.60%		27.24%	13.63%	11.25%	10.10%	9.20%	8.77%		
3.45%		37.90%	16.74%	13.21%	11.49%	10.08%	9.40%		
3.30%		49.52%	19.96%	15.21%	12.91%	10.97%	10.04%		
IPC Proyectado		3.55%	2.95%	3.18%	3.59%	3.67%	3.67%		3.67%

* Tasa sujeta a cambios según condiciones de mercado

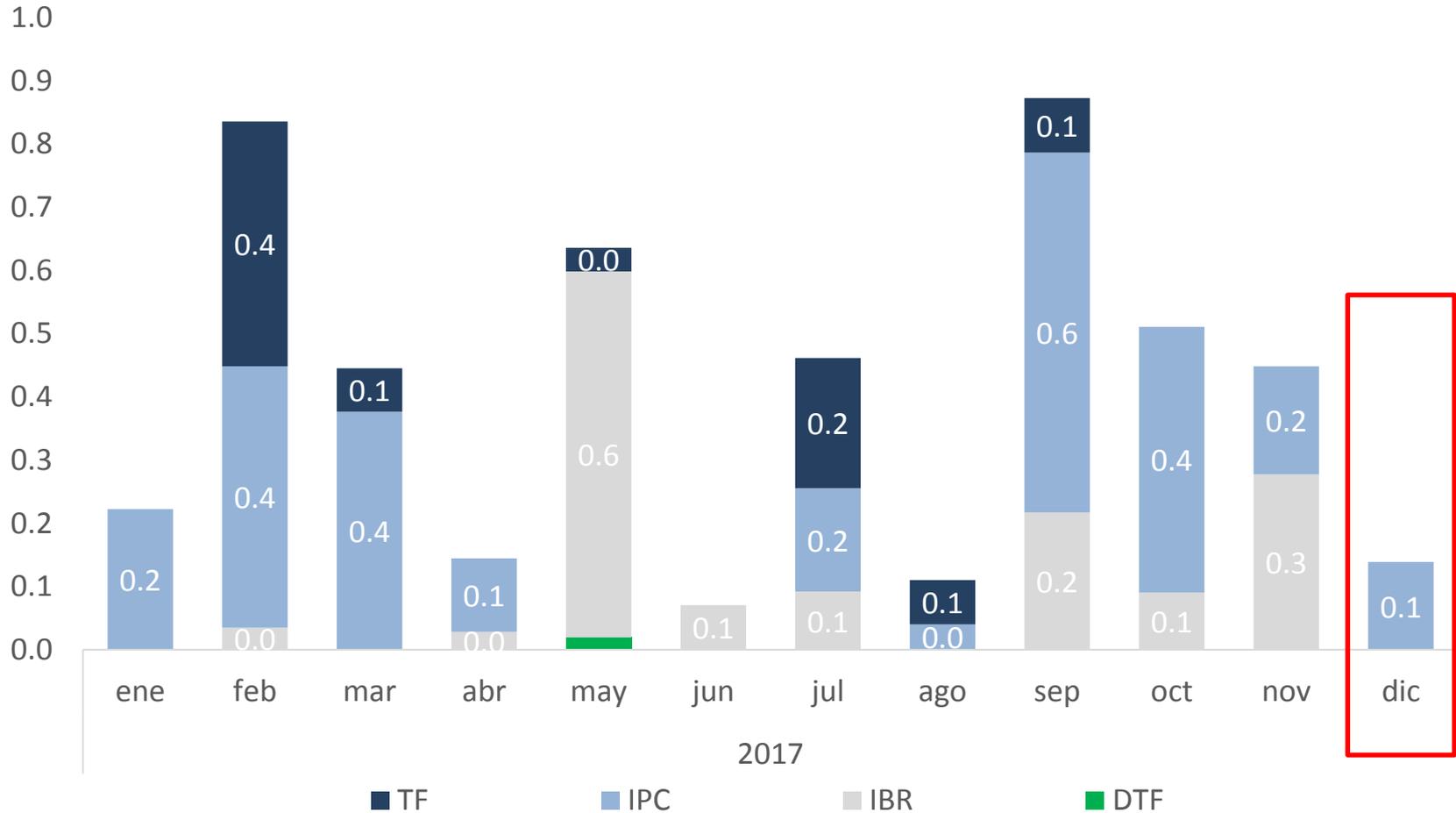
Contexto de liquidez

Emisiones y vencimientos de deuda

En diciembre tendremos un solo vencimiento por \$138.700 MM Correspondientes a bonos de Ecopetrol

Vencimientos 2017 por indicador (CdB)

Bill COP



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Los vencimientos de deuda corporativas están concentrados

100% deuda pública interna, indexados al IPC, y calificados AAA

Perfil de vencimientos de bonos corporativos (CdB)

Diciembre 2017, cifras en MM COP

Vencimiento	Emisor	Sector	Calificación	Tipo de Títulos	Indicador	Colocación (MM)
01-dic-17	Ecopetrol	Deuda Pública Interna	AAA	Bonos Deuda Pública Interna	IPC	138,700
					Total	138,700

Durante diciembre liquidez proveniente del mercado de TES es baja

Tan solo tendremos el vencimiento del TES de Corto Plazo por \$2.6 billones

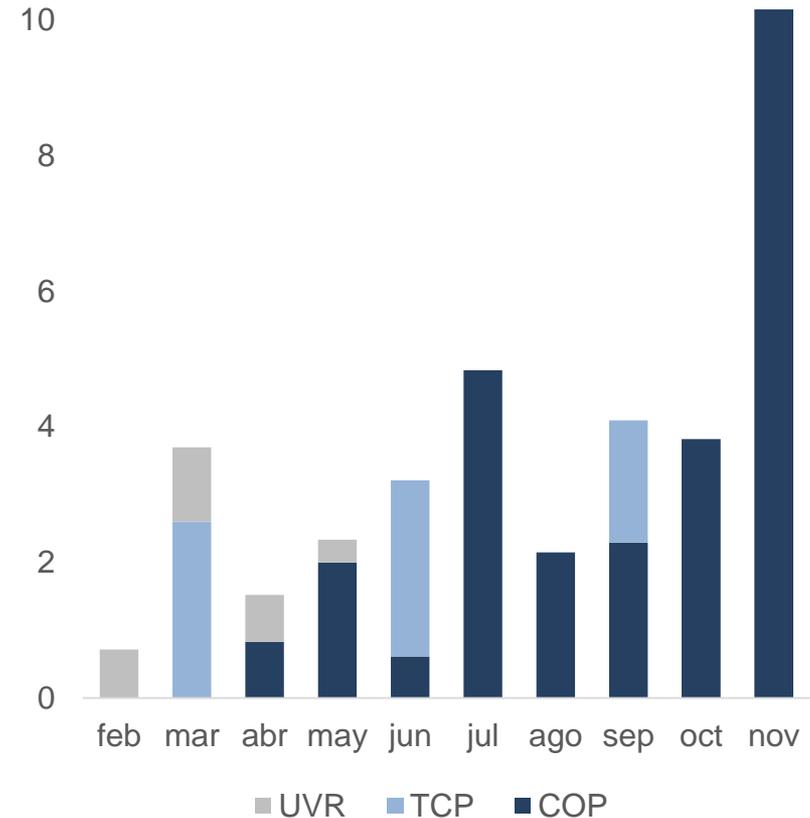
TES vigentes (CdB)

Cifras en MM

TES	Vencimiento	Cotización Obligatoria	Tasa Cupón	Valor Nominal	Pago cupón 2018	Flujo total 2018
	12-dic-17		0.00%	2,600,000		
Corto plazo	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
	24-oct-18		11.25%	3,432,331	386,137	3,818,469
COP	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
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 TES 2018 (CdB)

Cifras en billones



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Hasta el momento hay 4 emisiones esperadas

PEI, Banco de Occidente, Promioriente y Gases de Occidente

Cronograma ofertas públicas confirmadas (CdB)

	Fecha emisión	Emisor	Título	Monto COP	Referencias	Calificación
* CdB	12-18 Dic	PEI	Título de Participación	626.479 MM	ND	AAA
* CdB	Dic	Banco Occidente	Bonos Ordinarios	400.000 MM	TF 3-5 años IPC 10-15 años	AAA
* CdB	2S2017	Ascentis antes Finesa	Título de Participación	ND	Perpetuo	ND
* CdB	2S2017	Valorar Futuro	Título de Participación	ND	Perpetuo	ND
* CdB	Enero 2018	Promioriente	ND	ND	IPC 5 a 7 años	AA+
* CdB	Febrero 2018	Gases de Occidente	ND	ND	ND	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*

Contexto Deuda Corporativa

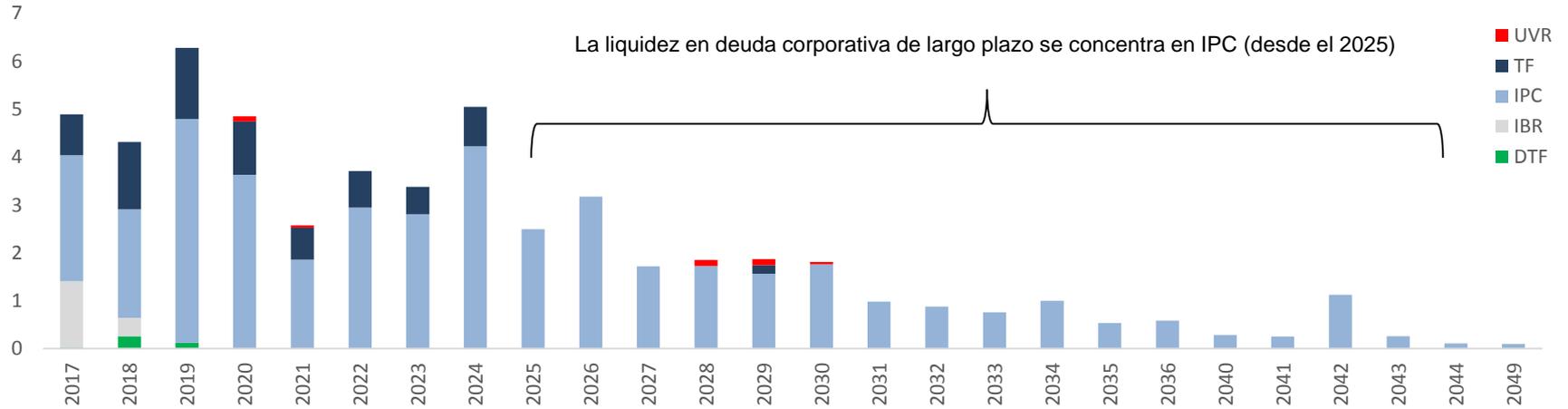
Negociación, tasas y spreads

2042 es el nodo con mayor concentración de vencimiento de largo plazo

En 2019 se llevará a cabo el mayor vencimiento de deuda corporativa

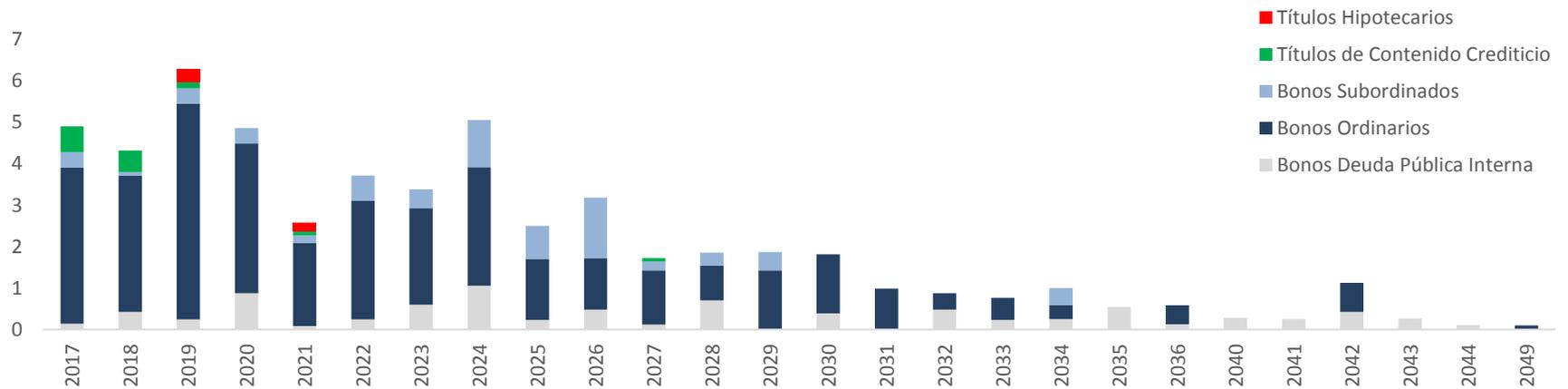
Perfil de vencimientos histórico (CdB)

Bill COP, no incluye TIPS



Perfil de vencimientos histórico por tipo de título (CdB)

Bill COP, no incluye TIPS



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Spread sobre TES emisiones bonos ordinarios financieros AAA

Tasa Fija 102 pbs sobre TES COP

Spread emisiones primarias bonos ordinarios AAA Tasa Fija – TES COP (CdB)

2017

Subasta	Vencimiento	Emisor	Calificación	Tasa de Corte	TES Referencia	Diferencia	Tasa Máxima	Diferencia	Colocación (MM)	Demanda (MM)	Bid to Cover
14-feb-17	14-feb-20	Bco Popular	AAA	7.34%	6.41%	0.93%	7.65%	1.24%	171,432	432,440	2.52
23-feb-17	23-feb-22	Gruposura	AAA	7.21%	6.53%	0.68%			193,549	475,199	2.46
09-mar-17	09-mar-19	Codensa	AAA	7.04%	6.26%	0.78%	7.40%	1.14%	160,000	421,440	2.63
09-mar-17	09-mar-22	Codensa	AAA	7.39%	6.72%	0.67%	7.60%	0.88%	270,000	436,740	1.62
18-abr-17	18-abr-24	ISA	AAA	6.75%	6.31%	0.44%			260,780	571,030	2.19
27-abr-17	27-abr-20	Bco Occidente	AAA	6.55%	5.72%	0.83%	6.90%	1.18%	142,990	733,360	5.13
07-jun-17	07-jun-20	Bco Davivienda	AAA	6.48%	5.43%	1.05%			357,334	530,891	1.49
08-jun-17	08-jun-24	Codensa	AAA	6.46%	5.85%	0.61%	6.90%	1.05%	200,000	387,740	1.94
06-jun-17	06-jun-18	Grupo Argos	AAA	6.14%	4.96%	1.18%			350,000	665,675	1.90
09-ago-17	09-ago-22	Bco Bancoldex	AAA	7.10%	5.85%	1.25%	7.30%	1.45%	200,000	419,700	2.10
12-sep-17	12-sep-20	Bco Popular	AAA	6.62%	5.59%	1.03%	7.00%	1.41%	199,600	353,300	1.77
Promedio General						0.86%		1.19%			
Promedio Sector Financiero						1.02%		1.32%			

Spread sobre TES emisiones bonos ordinarios financieros AAA

IPC 38 pbs sobre TES UVR

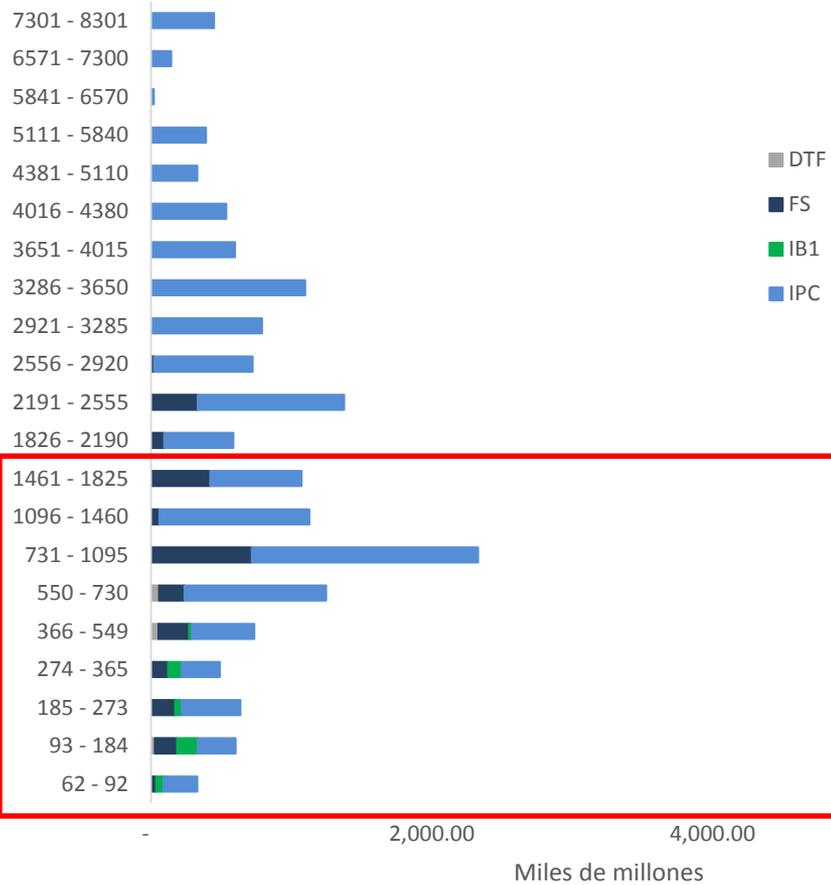
Spread emisiones primarias bonos ordinarios AAA IPC – TES UVR (CdB) 2017

Subasta	Vencimiento	Emisor	Calificación	Tasa de Corte	TES Referencia	Diferencia	Tasa Máxima	Diferencia	Colocación (MM)	Demanda (MM)	Bid to Cover
23-feb-17	23-feb-24	Gruposura	AAA	3.19%	3.02%	0.17%			165,515	323,319	1.95
23-feb-17	23-feb-29	Gruposura	AAA	3.58%	3.39%	0.19%			190,936	511,026	2.68
18-abr-17	18-abr-32	ISA	AAA	3.81%	3.60%	0.21%			196,300	451,450	2.30
18-abr-17	18-abr-42	ISA	AAA	4.00%	3.99%	0.01%			242,920	591,300	2.43
27-abr-17	27-abr-24	Bco Occidente	AAA	3.30%	3.14%	0.16%	3.60%	0.46%	80,700	157,400	1.95
27-abr-17	27-abr-29	Bco Occidente	AAA	3.66%	3.47%	0.19%	3.80%	0.33%	126,310	213,310	1.69
07-jun-17	07-jun-24	Bco Davivienda	AAA	3.13%	2.74%	0.39%			173,666	279,227	1.61
07-jun-17	07-jun-27	Bco Davivienda	AAA	3.39%	2.94%	0.45%			169,000	296,100	1.75
12-sep-17	12-sep-19	Bco Popular	AAA	2.72%	1.87%	0.85%	3.10%	1.23%	91,925	231,569	2.52
12-sep-17	12-sep-22	Bco Popular	AAA	3.25%	2.62%	0.63%	3.65%	1.03%	103,535	372,759	3.60
Promedio General						0.32%		0.76%			
Promedio Sector Financiero						0.38%		0.61%			

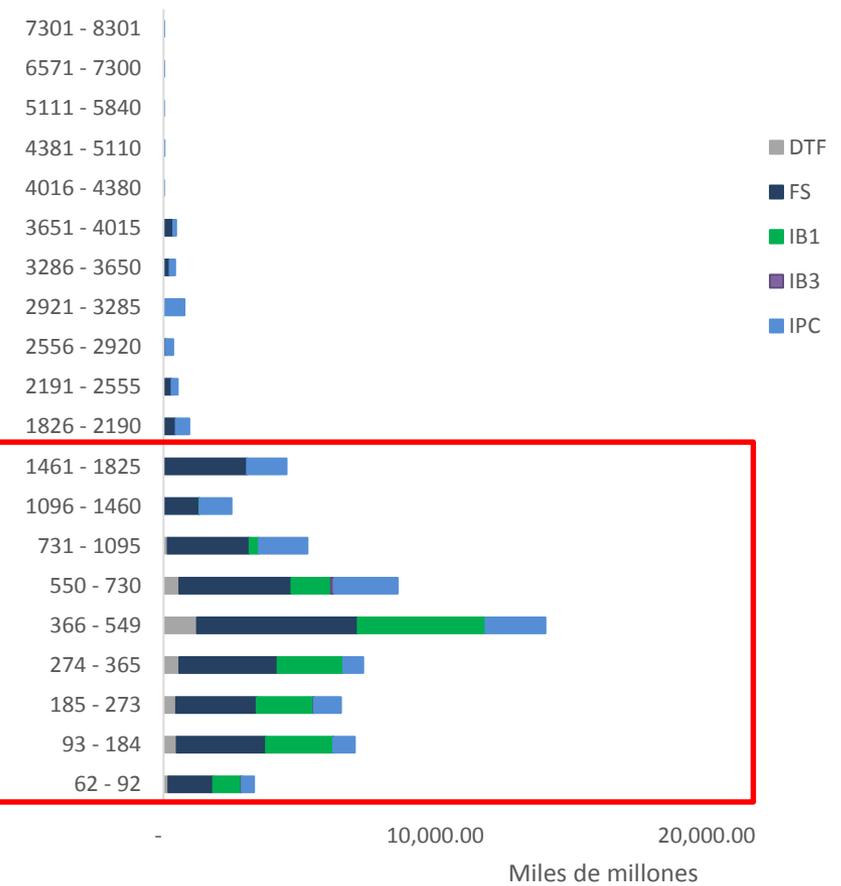
Volúmenes de negociación se concentran hasta 5 años

Tasa Fija ha sido de los más negociados

Volumen de negociación Bonos 2017 (CdB)
Miles de Millones COP



Volumen de negociación CDTs 2017 (CdB)
2016, cifras en Miles de Millones COP



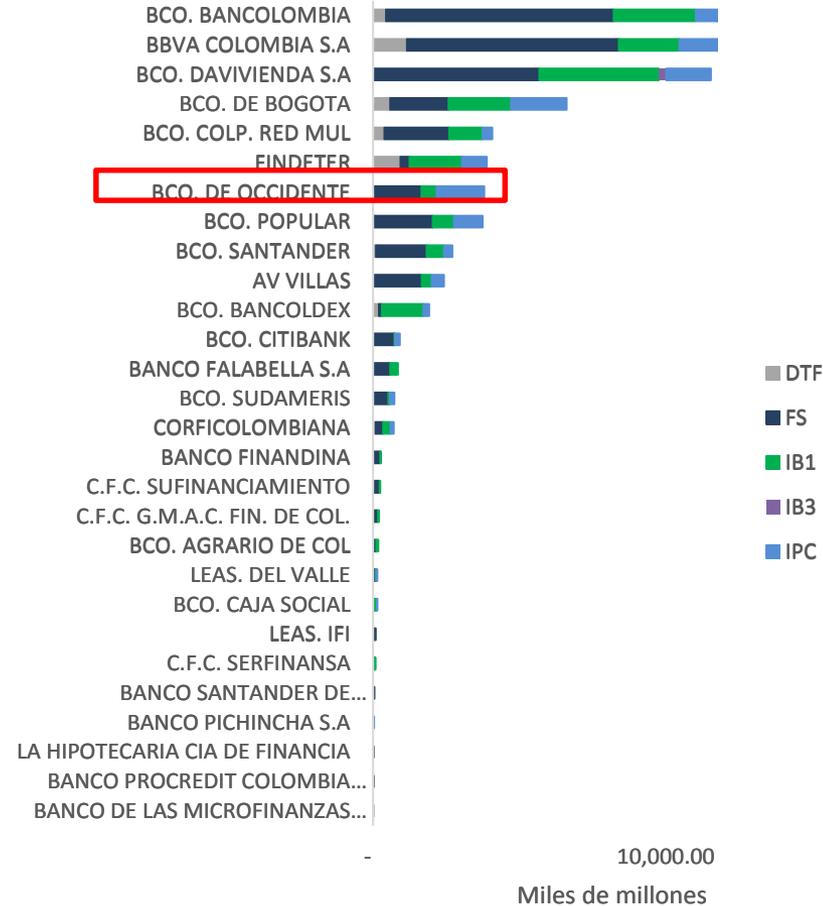
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Séptimo emisor financiero más negociado en CDTs durante 2017

Primer emisor financiero más negociado en bonos durante 2017

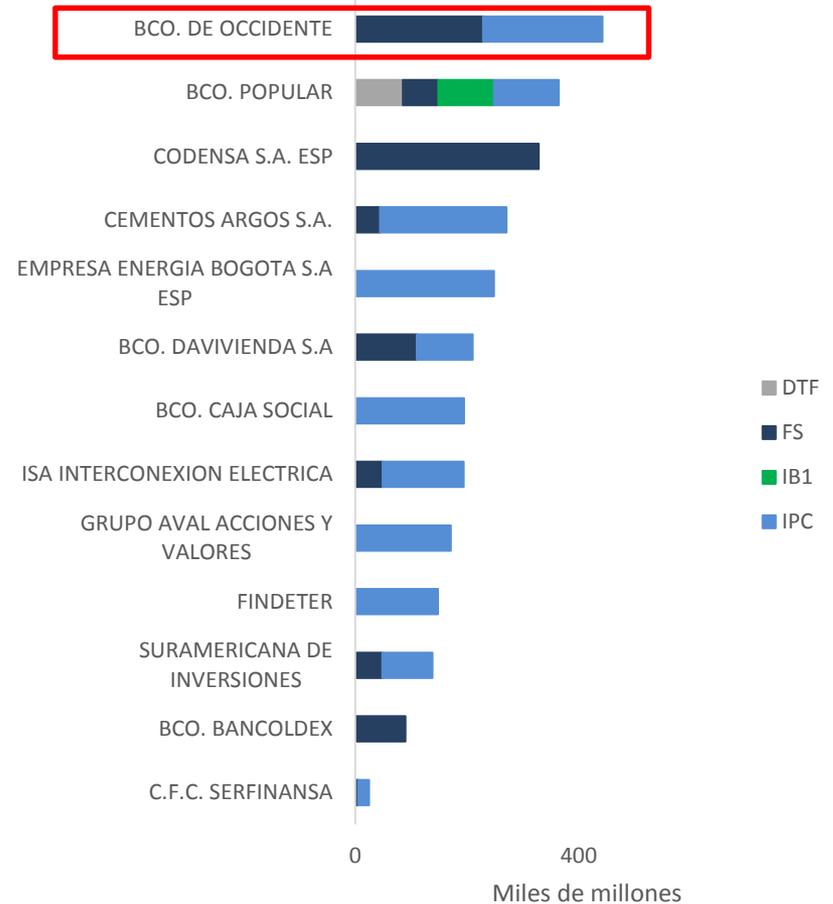
Ranking negociación CDTs AAA y AA+ 2017 (CdB)

Cifras en Miles de Millones COP



Ranking negociación Bonos AAA y AA+ 2017 (CdB)

Cifras en Miles de Millones COP



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Deuda Corporativa

Tasa fija

Tramo corto (0.25 a 2 años)

- Atractivo: Rango 1.5-2 años
- Costoso: Rango 0.25-1.5 años

Tramo medio (2 a 4 años)

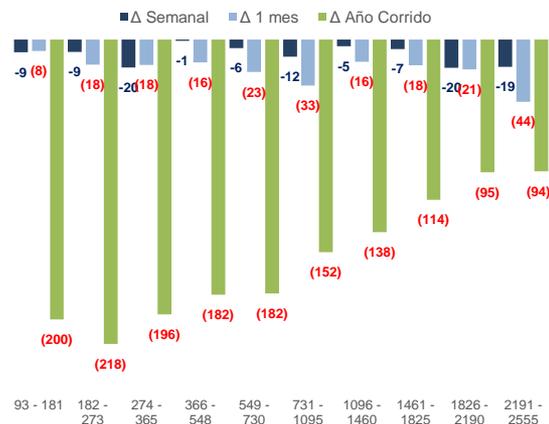
- Atractivo: Rango 3-4 años
- Costoso: Rango 2-3 años

Tramo Largo (4 a 6 años)

- Atractivo: Rango 4-5 años
- Costoso: Rango 5-6 años

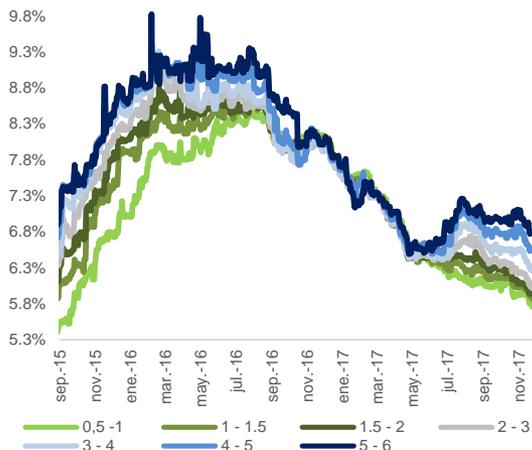
Variación periódica tasas (CdB)

Cambio pbs



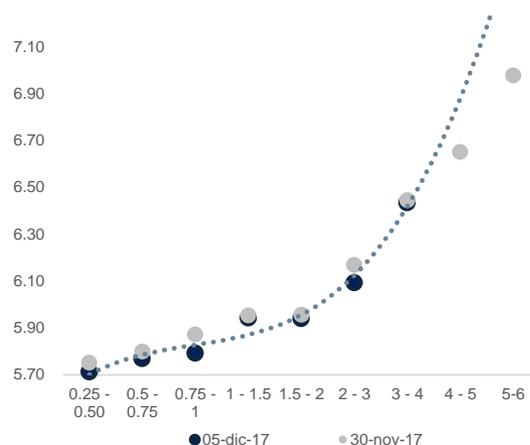
Tasa fija privado entre 1 y 7 años (CdB)

2015 a la fecha



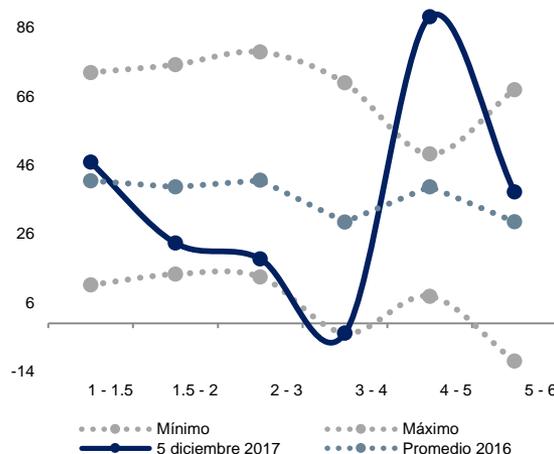
Curva rendimientos tasa fija privado (CdB)

Variación semanal



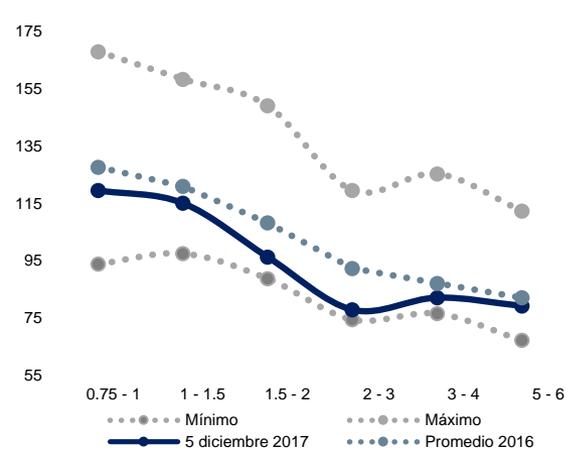
Spread tasa fija privado y CC COP (CdB)

Promedios 12 meses vs actual en pbs



Spread tasa fija privado AAA y AA+ (CdB)

Promedios 12 meses vs actual en pbs



Títulos en tasas han venido descendiendo

Y en estos momentos lucen más atractivos los tramos cortos y medios

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

2013 a la fecha



31 - 61
366 - 548

62 - 92
549 - 730

93 - 181
731 - 1095

182 - 273
1096 - 1460

274 - 365
1461 - 1825

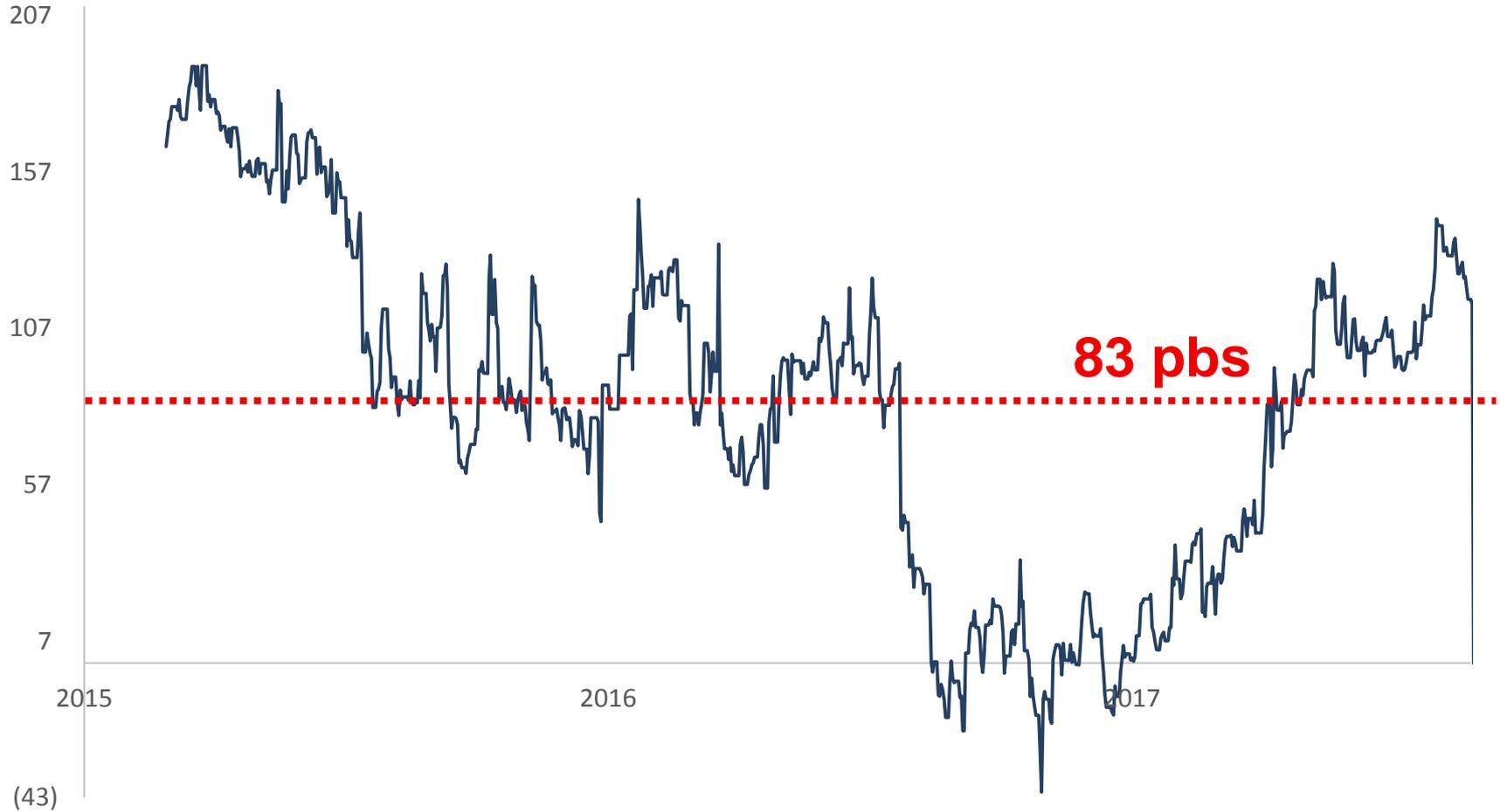
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Empinamiento curva Tasa Fija supera el promedio histórico (115)

Haciendo nuevamente llamativos títulos de corta y media duración

Empinamiento Tasa Fija entre 1 y 7 años (CdB)

2015 a la fecha



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Deuda Corporativa IPC

Tramo corto (1.5 a 2 años)

- Atractivo: Rango 1.5-2 años
- Costoso: Ninguno

Tramo medio (2 a 5 años)

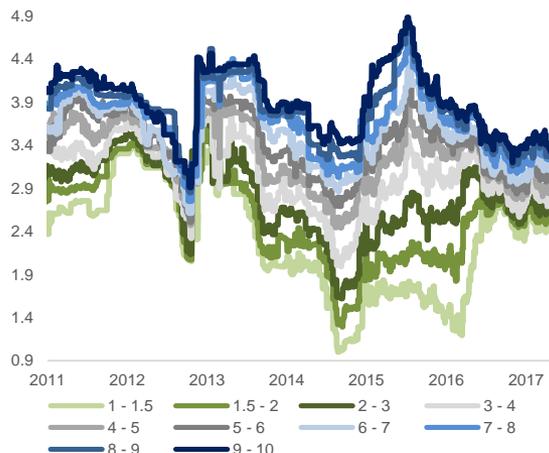
- Atractivo: Rango 3-4 años
- Costoso: Rango 2-3 – 4-5 años

Tramo Largo (5 a 10 años)

- Atractivo: Rango 5-6 – 7-9 años
- Costoso: Rango 6-7 – 9-10 años

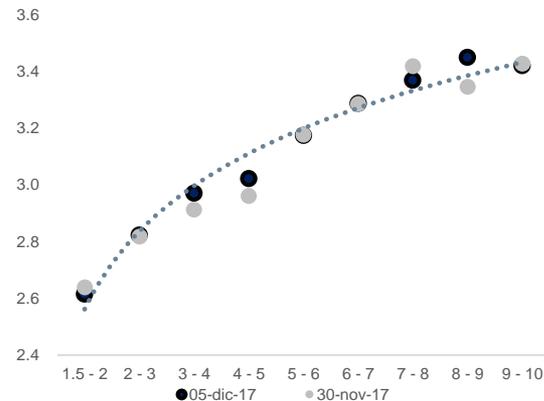
Márgenes IPC entre 1 y 10 años (CdB)

2011 a la fecha



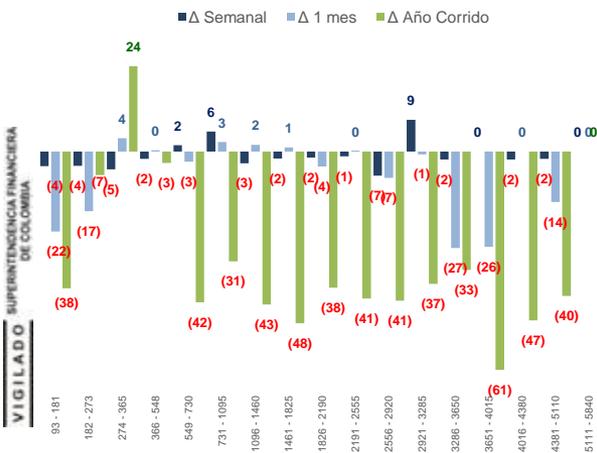
Curva rendimientos IPC privado (CdB)

Variación semanal



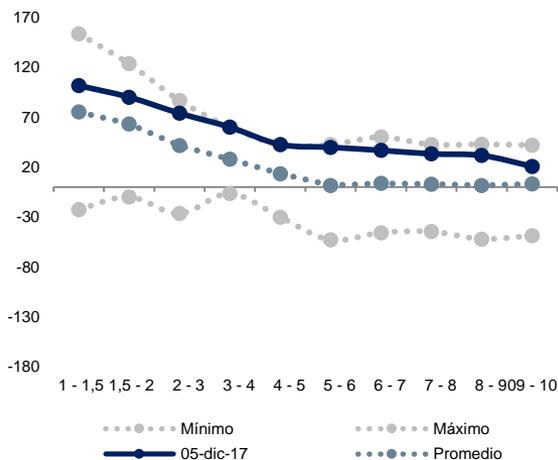
Variación periódica márgenes (CdB)

Cambio pbs



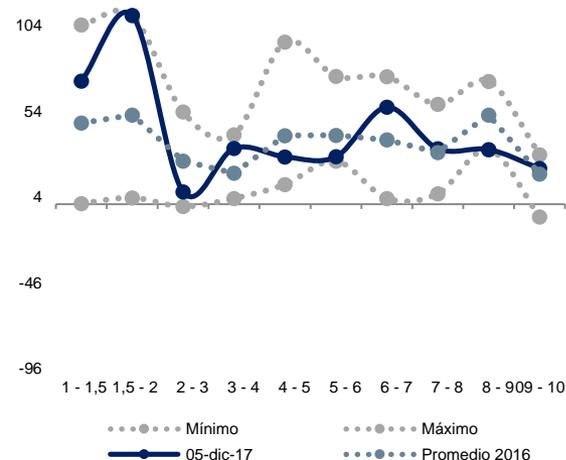
Spread IPC privado y CC UVR (CdB)

Promedios 12 meses vs actual en pbs



Spread IPC privado AAA y AA+ (CdB)

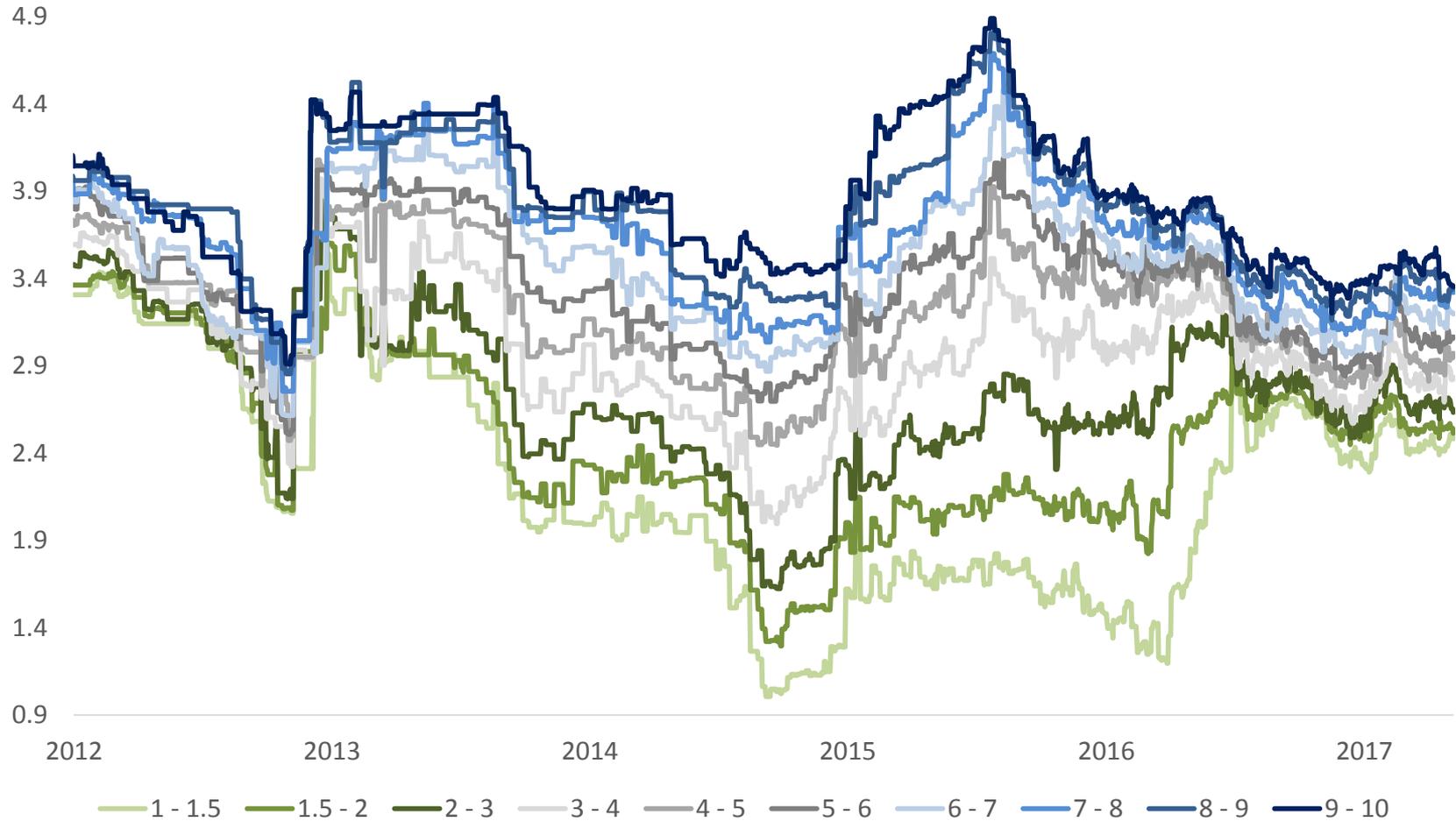
Promedios 12 meses vs actual en pbs



Los títulos en IPC relativamente estables por más de 6 meses

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 88 pbs

Manteniéndose por debajo del promedio histórico

Empinamiento curva IPC entre 1 y 10 años (CdB)

2010 a la fecha



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

La luz al final del camino

Expectativas 2018

Estrategia en Renta Fija para 2018

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

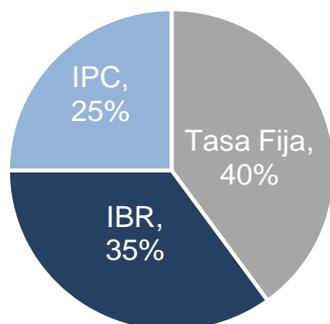
1er semestre

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)



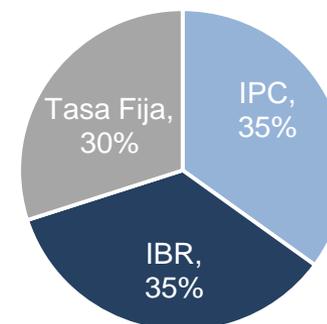
2do semestre

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)



La luz al final del túnel

Proyecciones económicas 2018

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: 4.72% 	<ul style="list-style-type: none"> • CdB: 4.50% • Mercado: 4.18%
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: 3.96% • Mercado: 4.01% 	<ul style="list-style-type: none"> • CdB: 3.80% • Mercado: 3.46%
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: \$3.008 	<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. Entre los factores negativos tenemos la incertidumbre política por las Elecciones Presidenciales y la Ley de Garantías que afectaría inversión pública.	<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

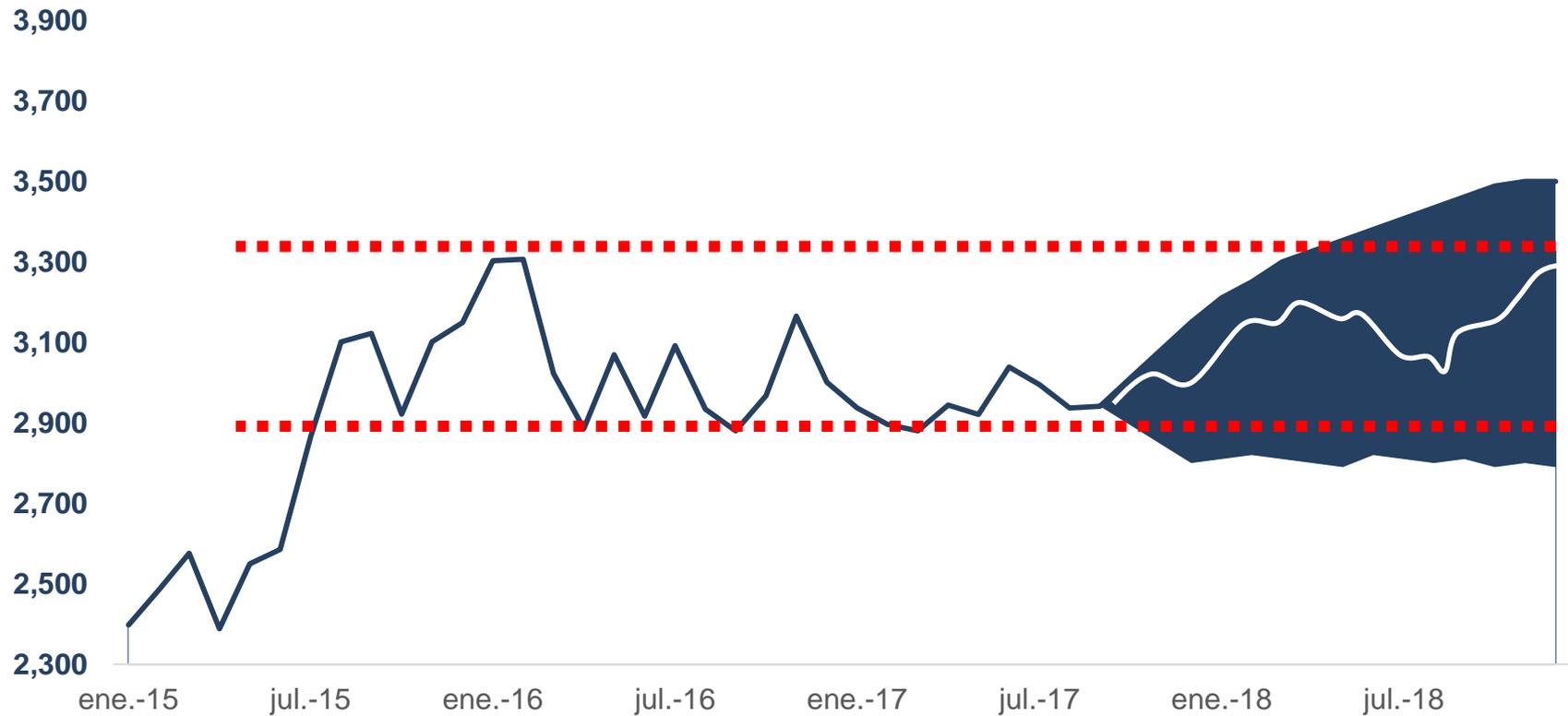
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

El dólar se continuará fortaleciendo

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

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)



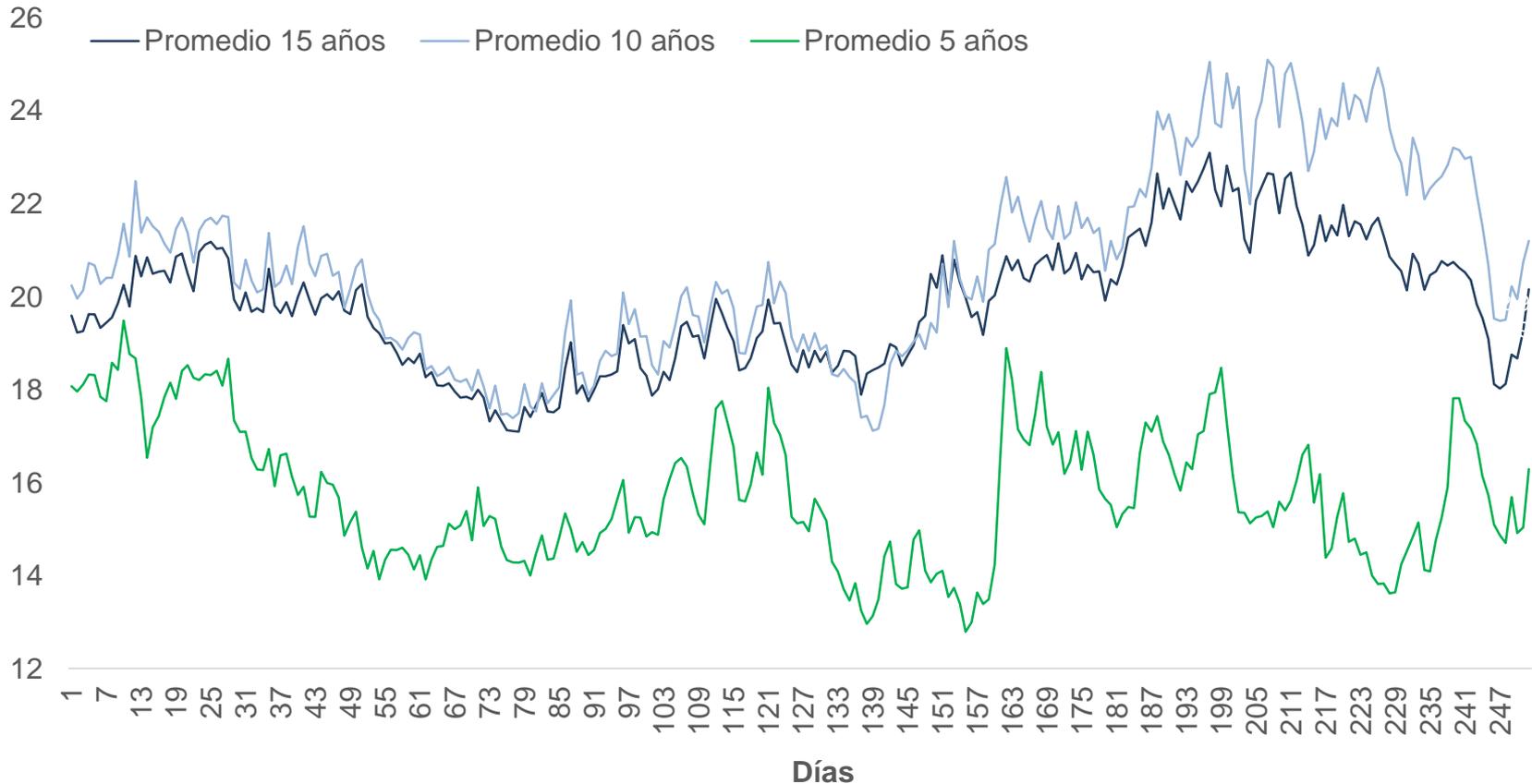
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

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)



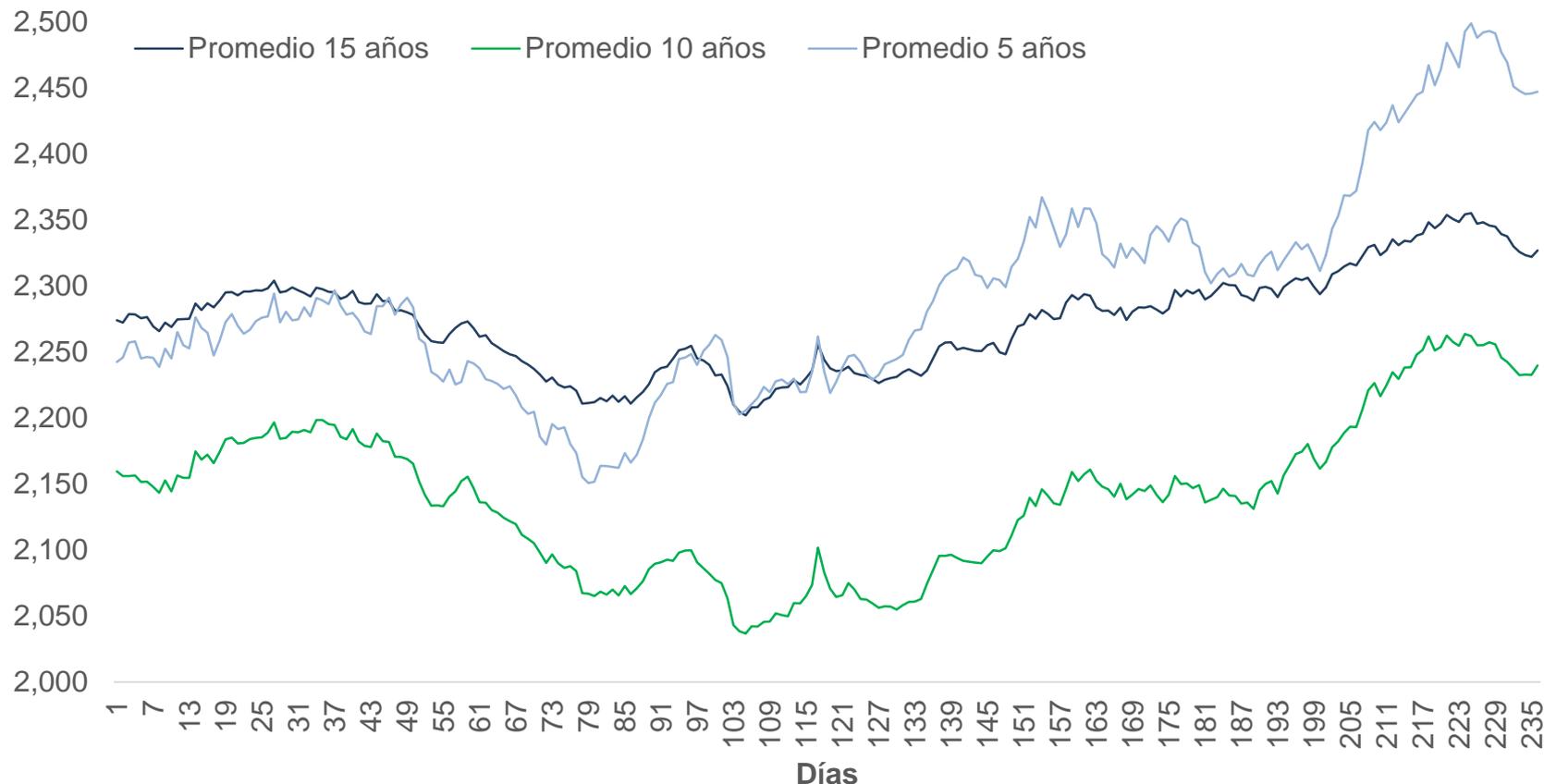
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

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)



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)

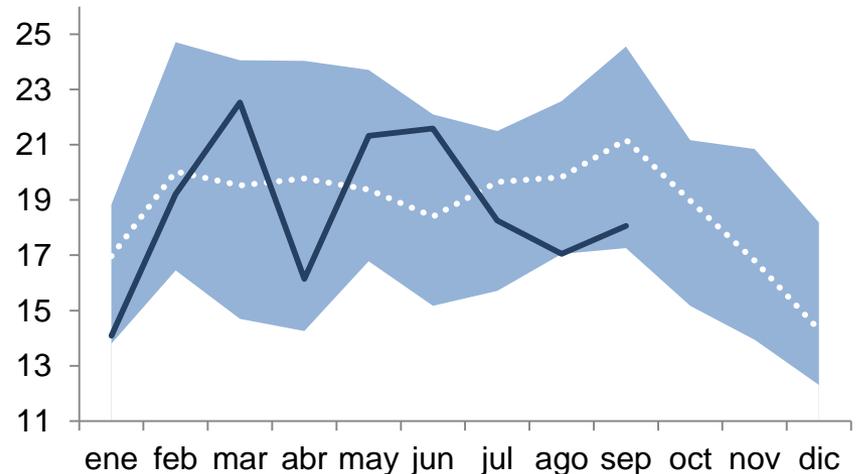
1. Variación mensual USDCOP (CdB)

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

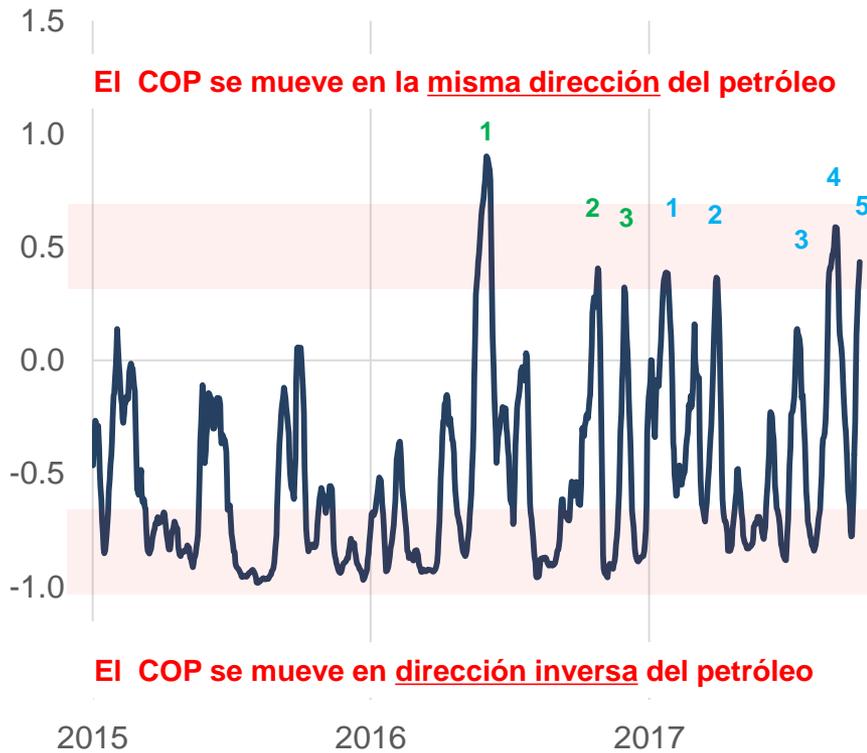
Las correlaciones cambian en el tiempo

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

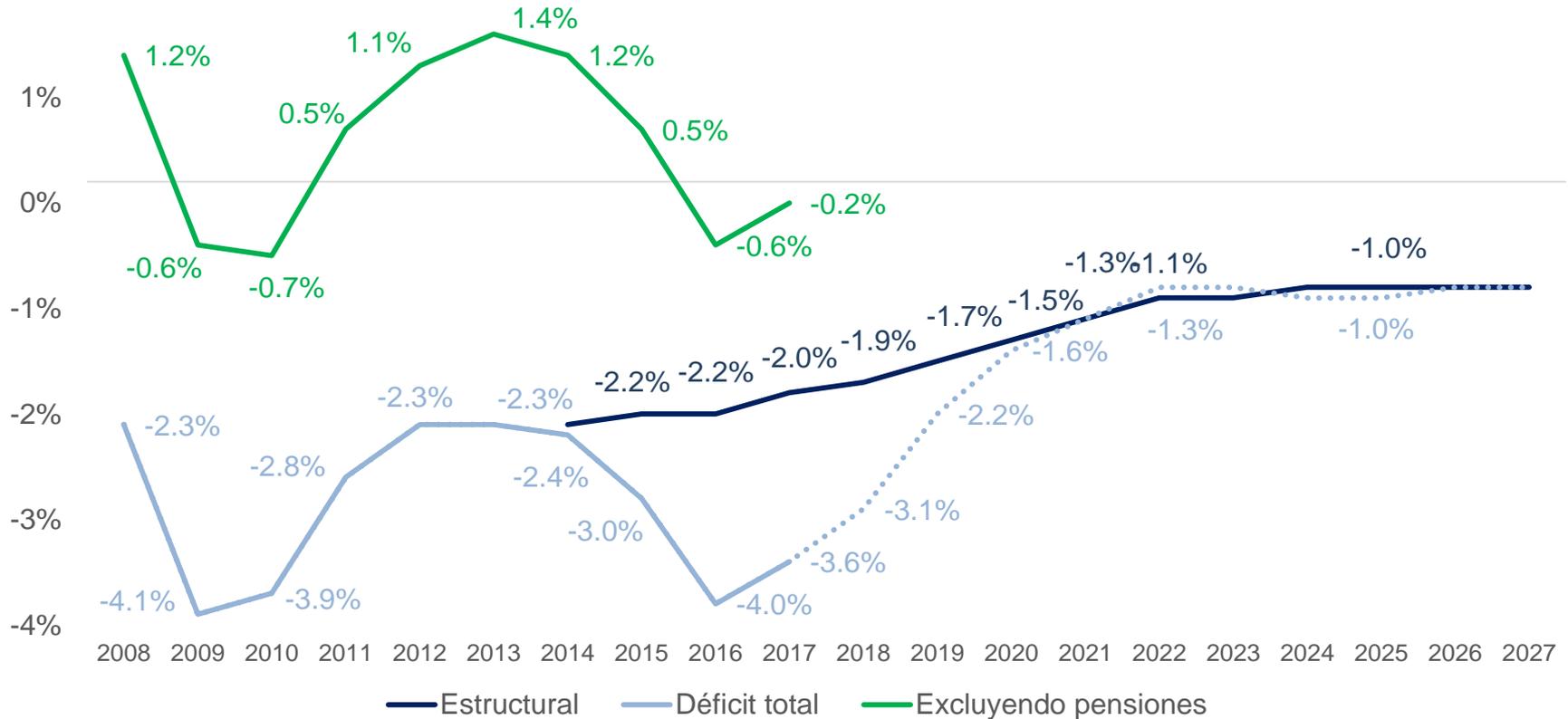


La regla fiscal actual es muy difícil de cumplir

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

Crecimiento, IPC y Tasas

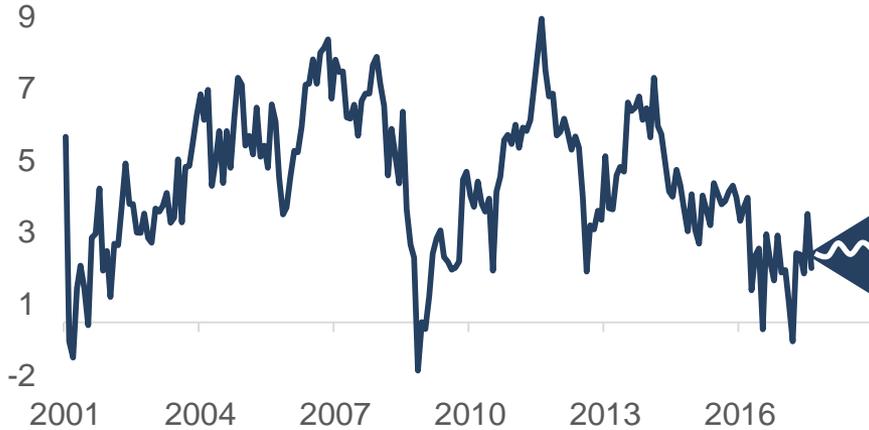
Leve recuperación

Economía tocaría fondo en 2017, rebotaría levemente en 2018

Estabilidad tasa de cambio y descenso IPC beneficia Confianza Consumidor

PIB Mensual (CdB)

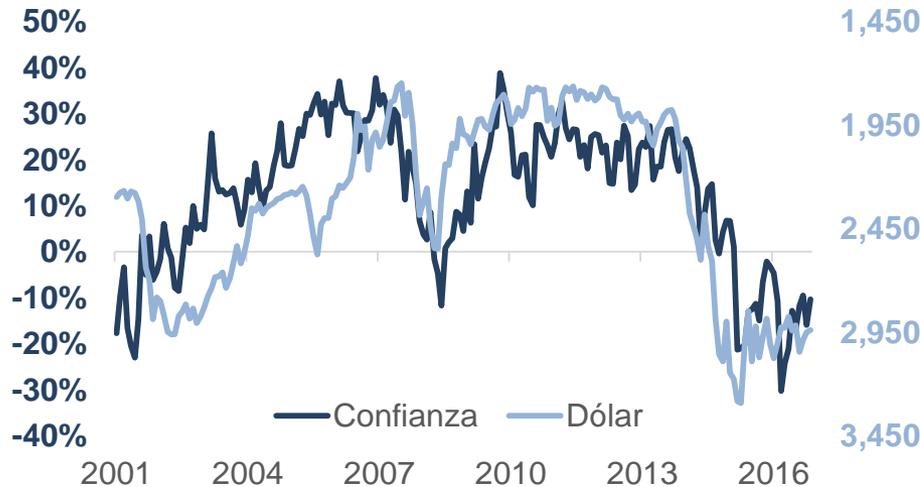
Variación anual, ISE



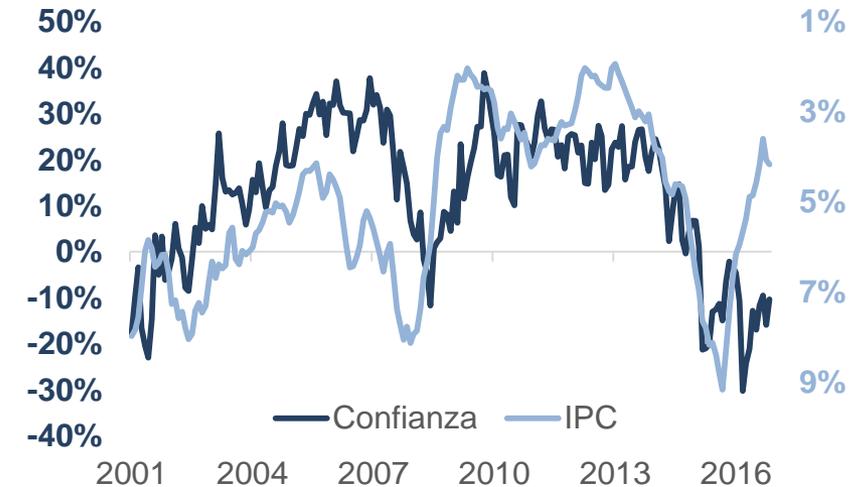
- = **(21%) Establecimientos financieros:** La cartera comenzaría a recuperarse en el 2S18 por la disminución de tasas de interés
- ▲ **(12%) Comercio:** Efecto a favor, estabilidad del dólar e IPC, aumento en confianza al consumidor (negativo elecciones)
- = **(11%) Industria:** Menos aporte de Reficar 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:** Estabilidad precio petróleo, atentados oleoductos
- = **(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% (punto medio 1.95%)

Confianza al consumidor vs Dólar invertido (CdB)



Confianza al consumidor vs IPC anual invertido (CdB)



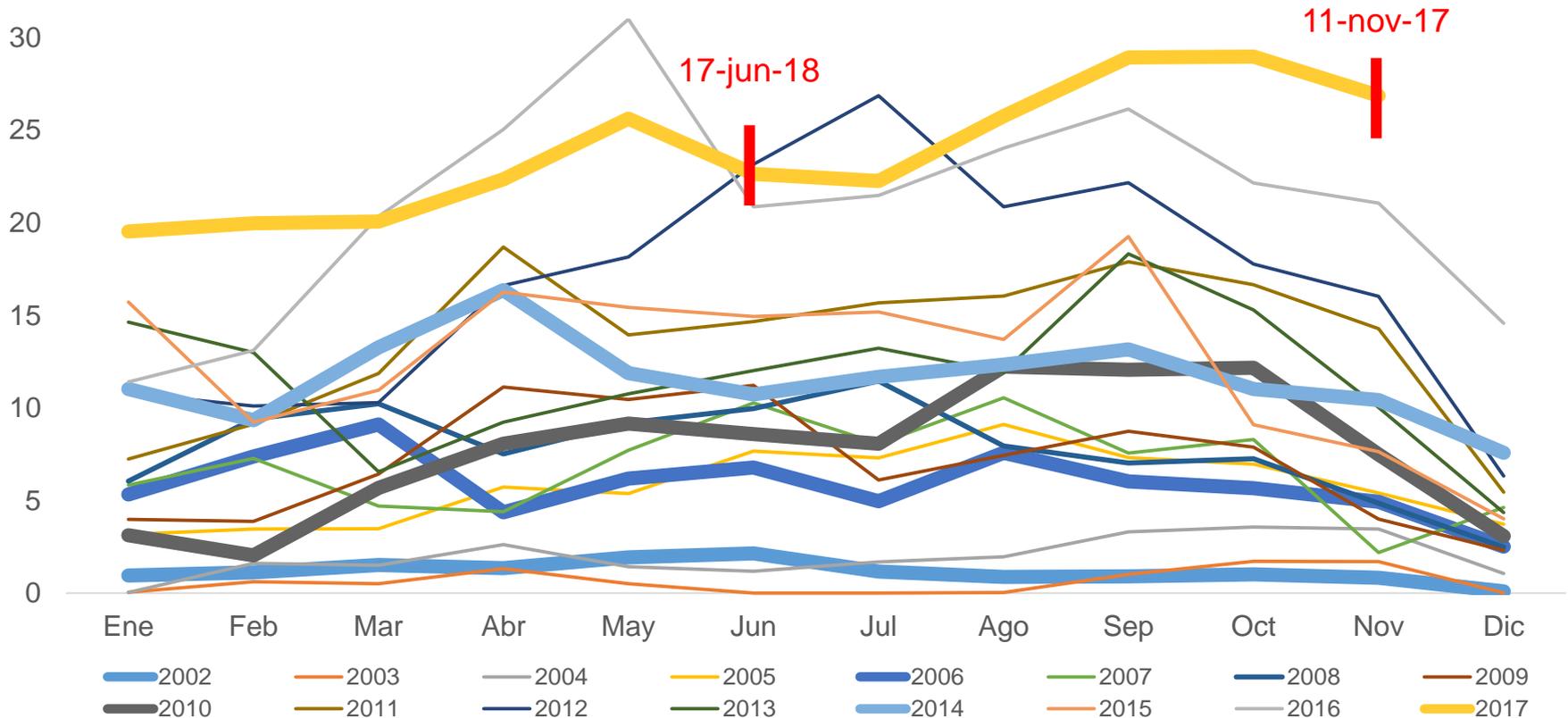
La Inversión Pública se afectará por el inicio de la Ley de Garantías

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.

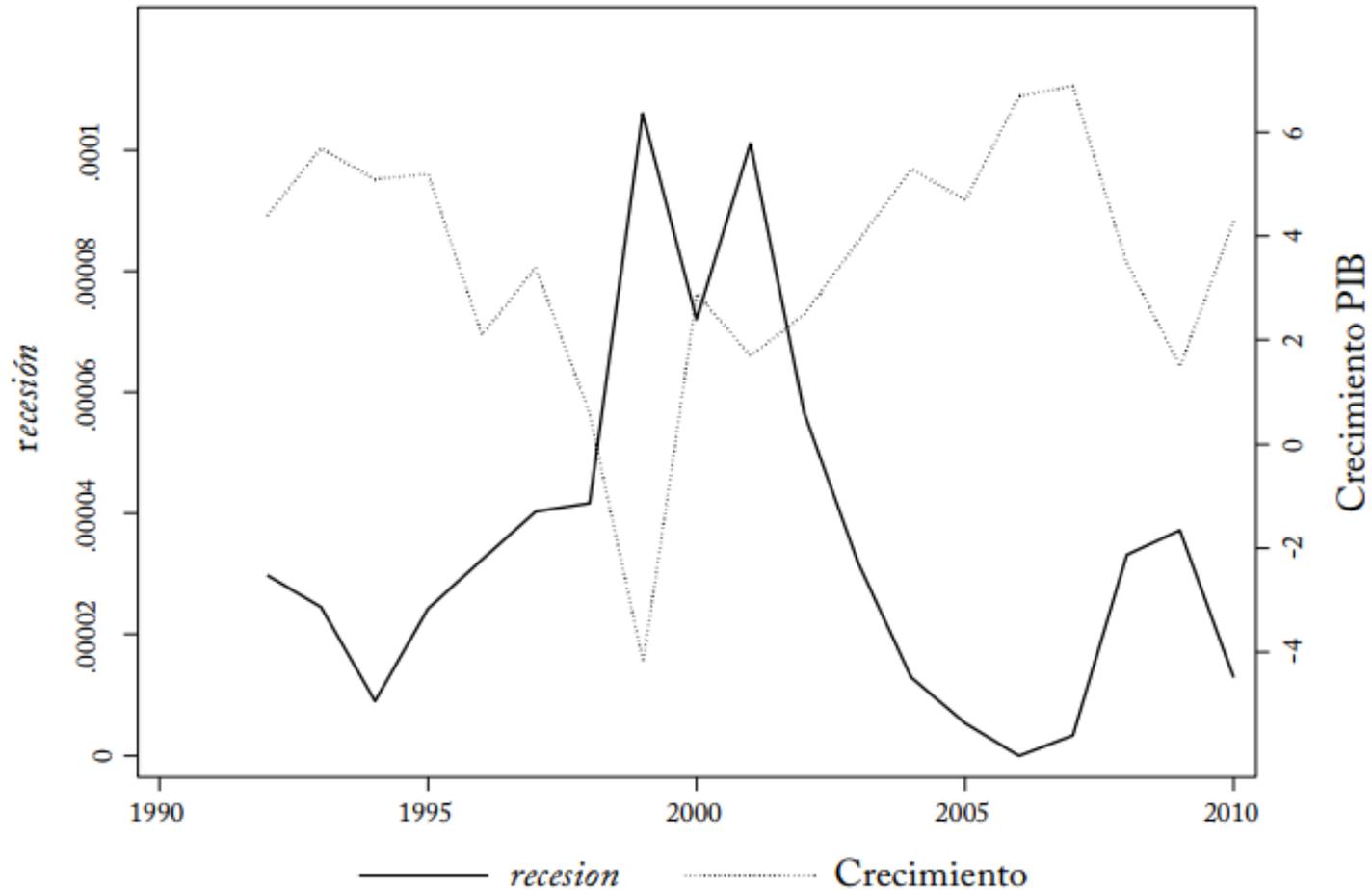
Saldo disponible DTN en el BanRep (CdB)

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)

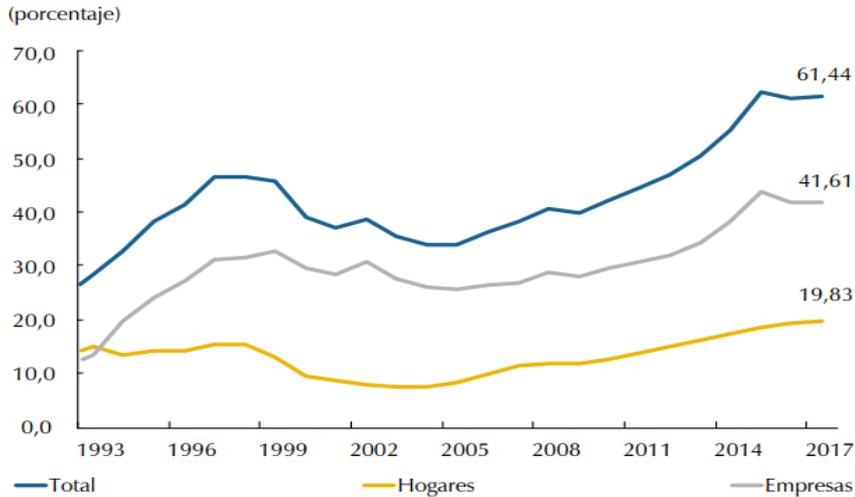


VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

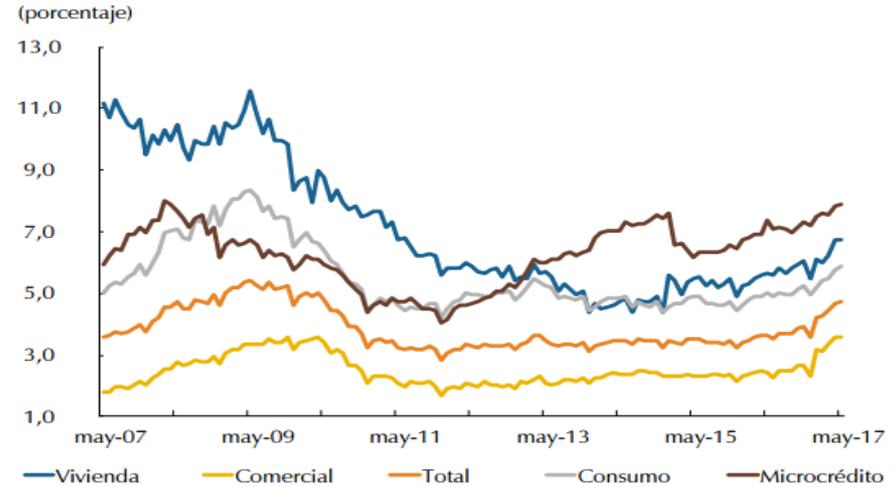
La deuda como porcentaje del PIB se ubica en máximos históricos

Desaceleración cartera no ha sido suficiente para incentivar inversiones

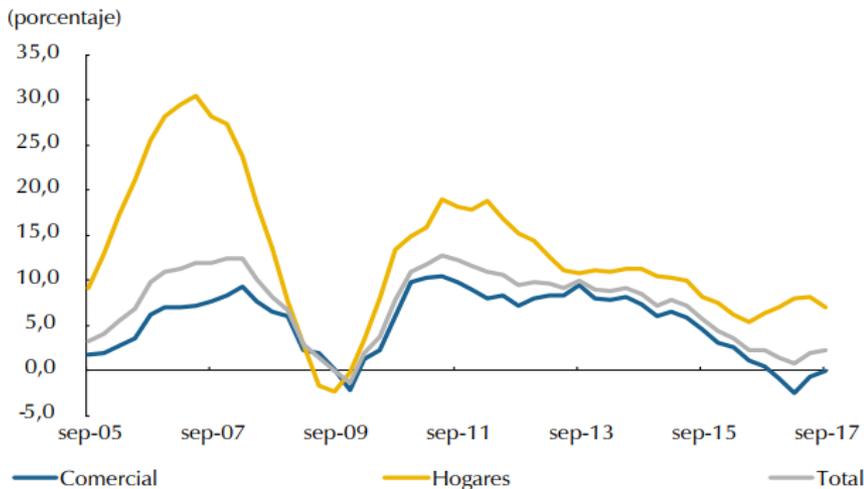
Endeudamiento como proporción del PIB (Banrep)



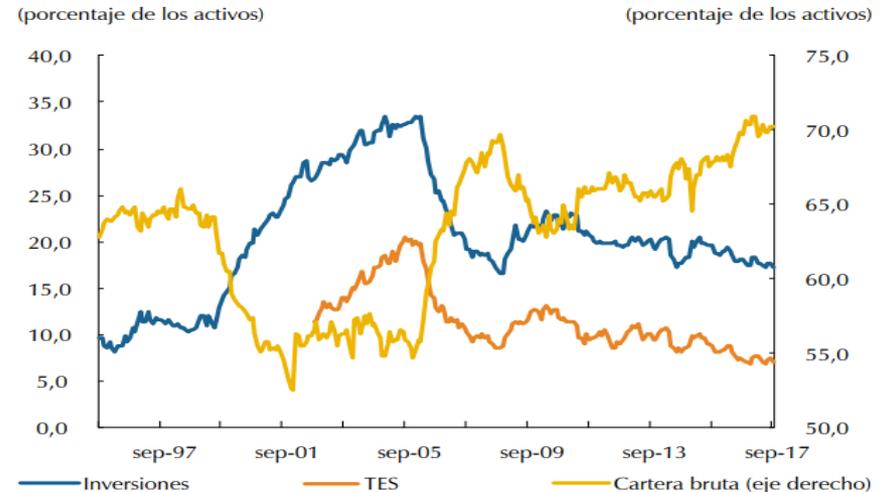
Indicador de mora (Cartera vencida/cartera total) (Banrep)



Variación anual real del endeudamiento (Banrep)



Cartera, inversiones y TES en sistema financiero (Banrep)



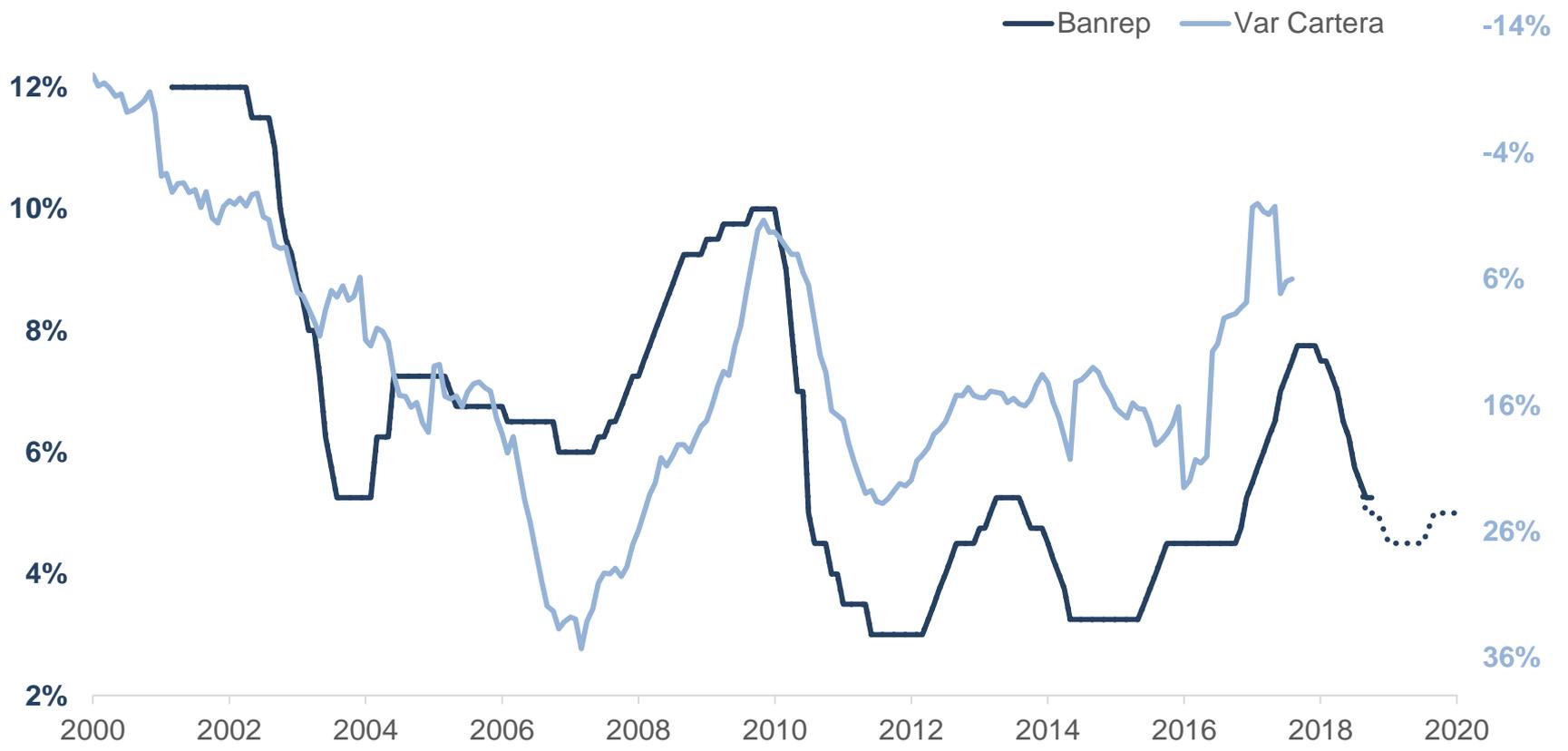
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

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)



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

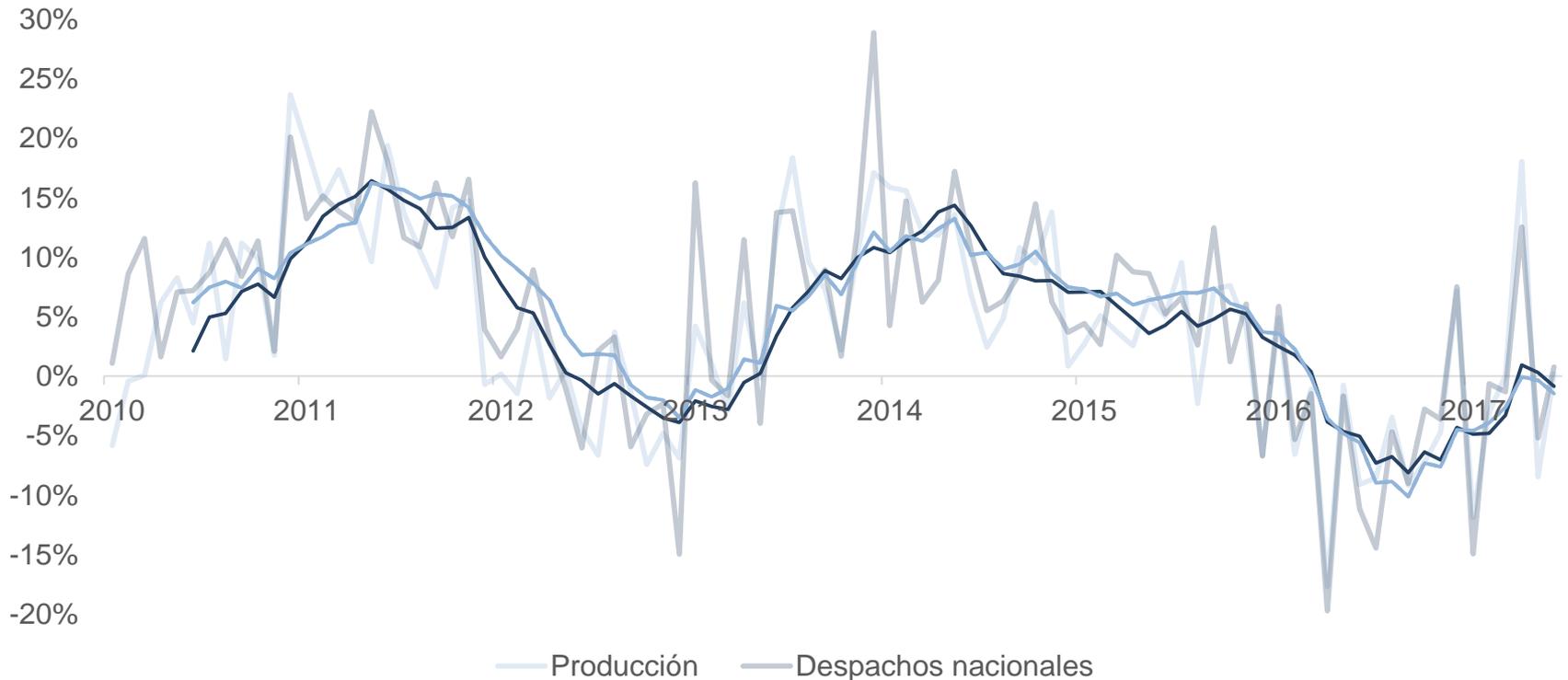
Producción y despachos de cemento

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



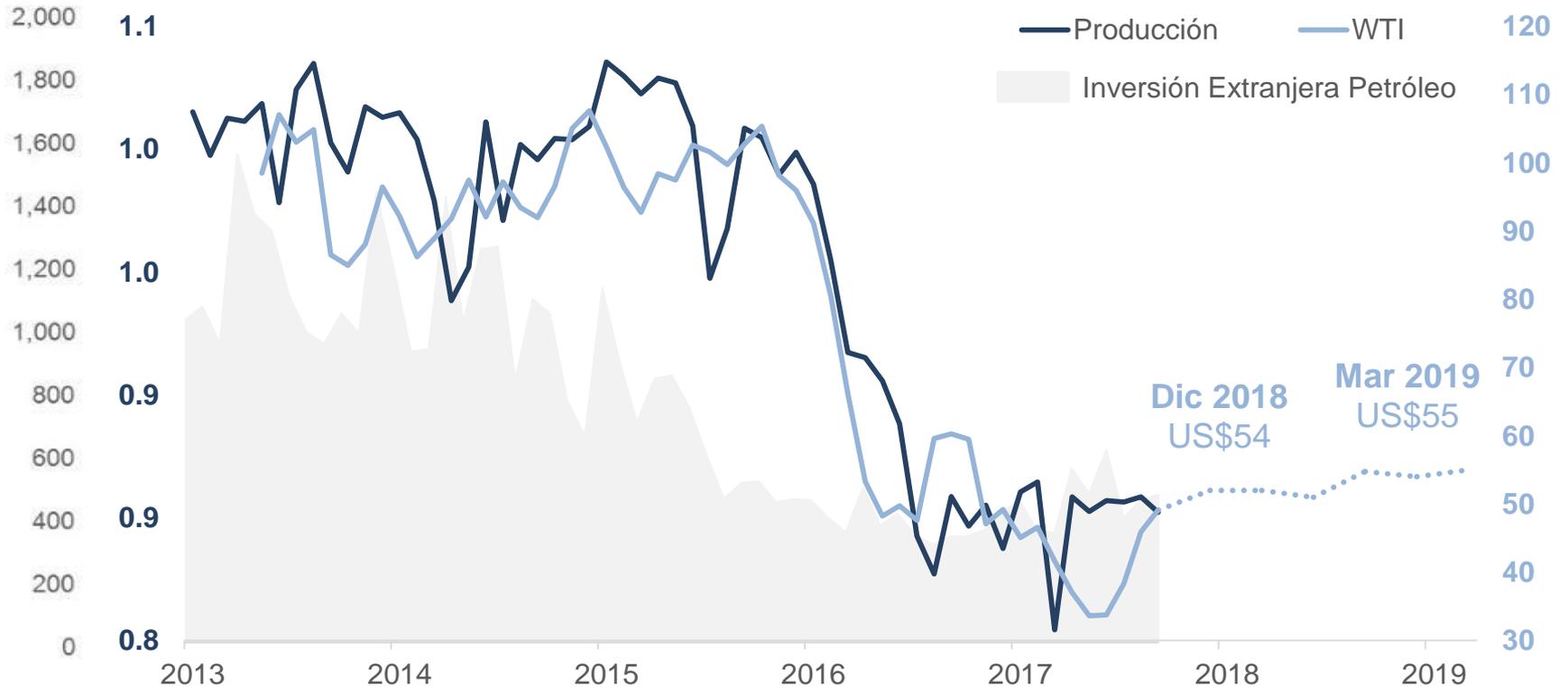
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

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)

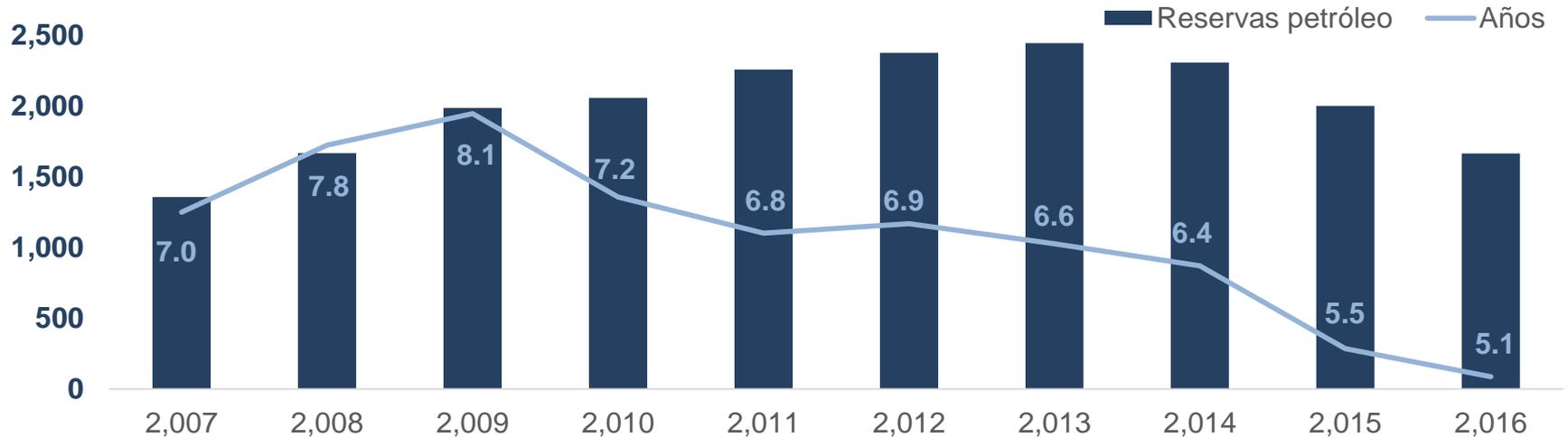


VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

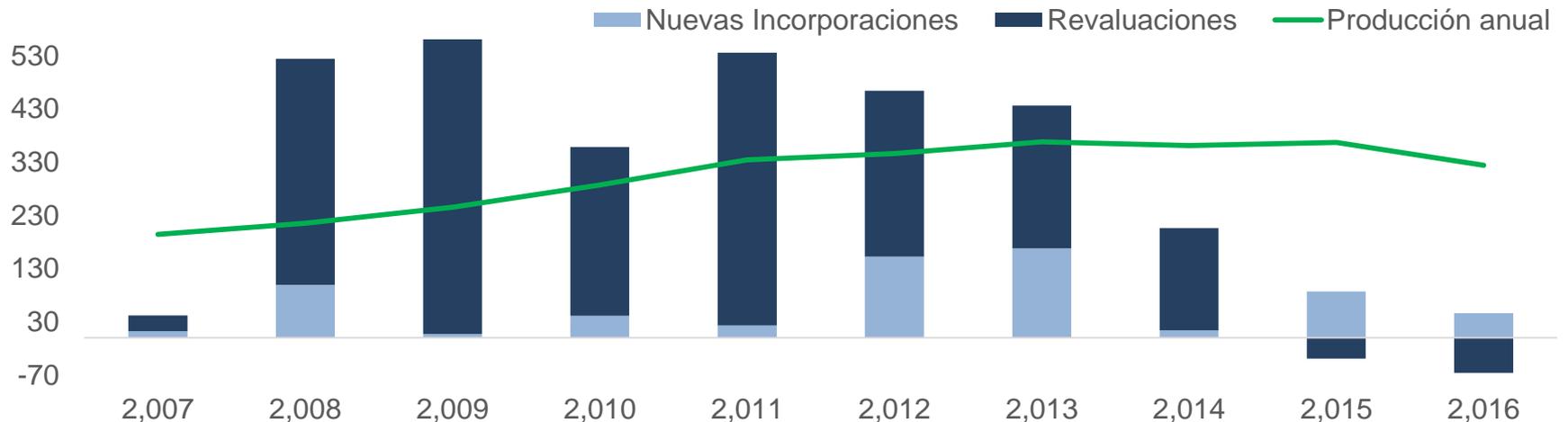
Las reservas de petróleo son de 5 años (subirían en 2017)

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)



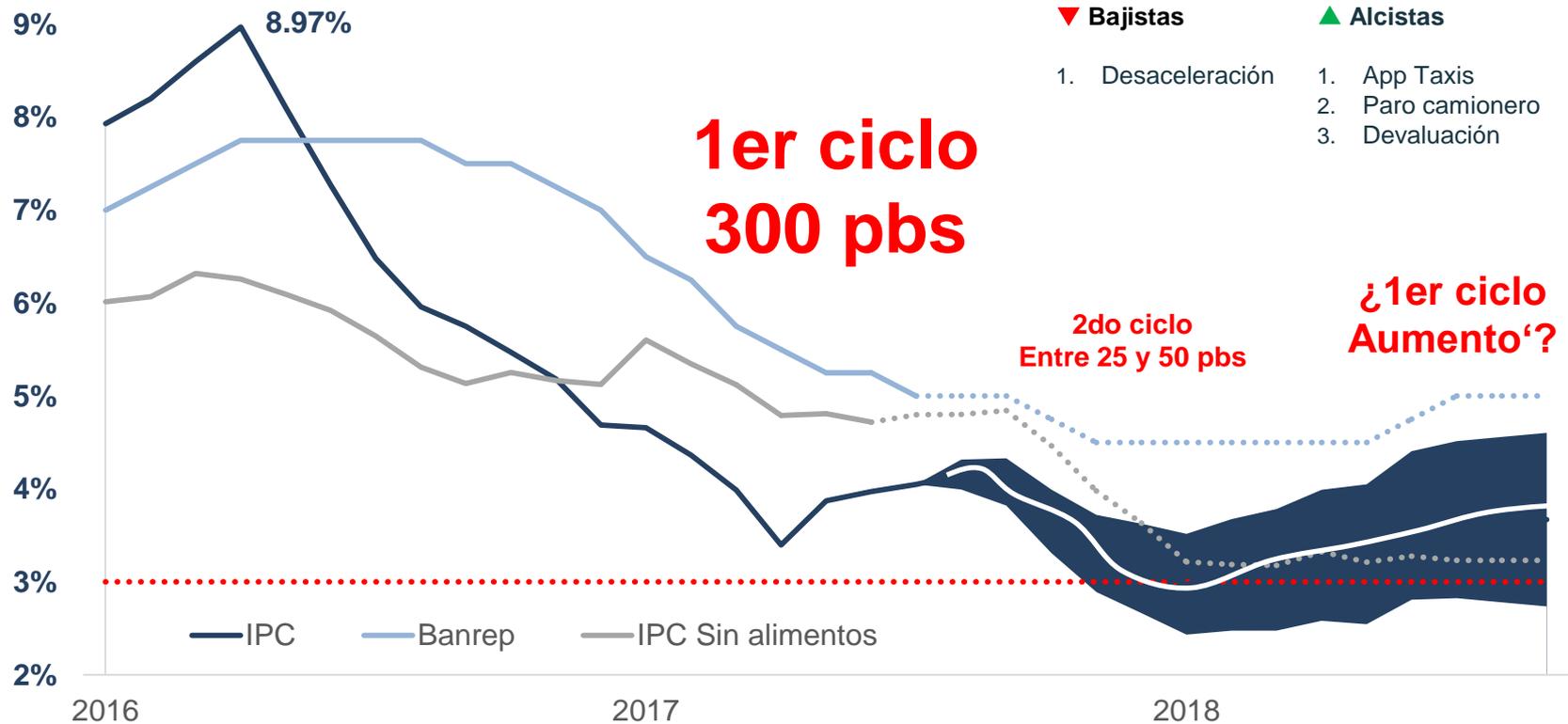
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

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?

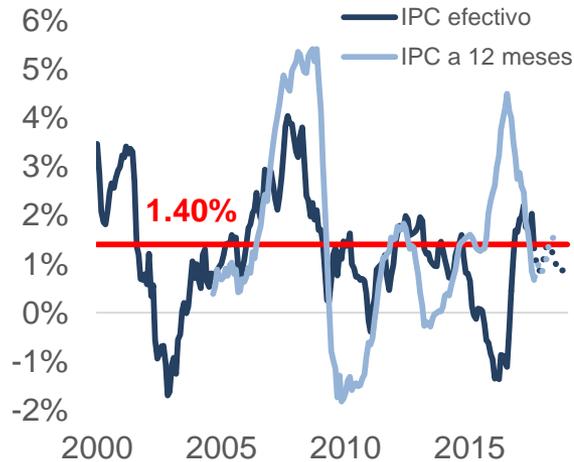
Teniendo en cuenta que el Banrep considera que la tasa de interés real neutral es 1.40%, los casos en que podría llegarse a presentar un segundo ciclo de disminuciones de tasas serían cuando:

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

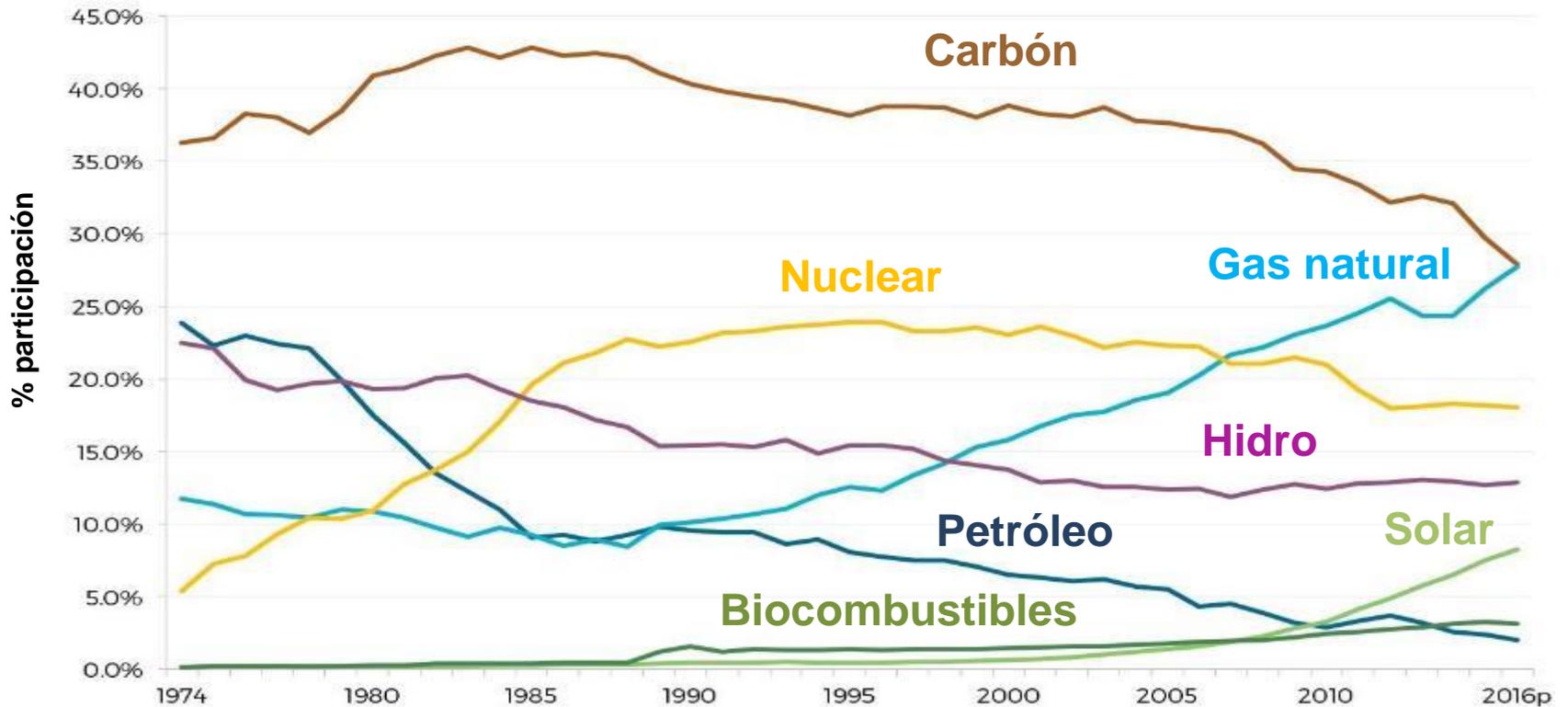
La energía renovable es el futuro

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

¿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

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.