

---

# Emisión bonos ordinarios Gases de Occidente

## Análisis mercado y fundamentos de inversión

---

febrero de 2018

**CasadeBolsa**  
la comisionista de bolsa de Grupo Aval

# Emisión de bonos ordinarios de Gases de Occidente

## Principales características de la emisión, somos colocadores

- Nos complace anunciarles que participaremos como agentes colocadores en la tercera emisión de bonos ordinarios AAA por \$300.000 millones que realizará Gases de Occidente el viernes 2 de marzo.
- Consideramos que esta emisión luce atractiva teniendo en cuenta que hace parte de las pocas que realiza el sector real, y es una alternativa para diversificar los portafolios expuestos al sector financiero. Adicionalmente, sugerimos tener en cuenta la baja liquidez que caracterizan este tipo de papeles, y más aún el plazo a 25 años, toda vez que es un plazo con muy poca oferta y muy seguramente serán demandados por Fondos y Aseguradoras que los mantendrían al vencimiento al ajustarse a la perfección con sus pasivos (IPC+~4.00%).
- Esperamos que el plazo en IPC a 7 años corte entre 3.30%-3.40%, y a 25 años entre 4.05%-4.15%, resaltando el apetito por este tipo de referencias continúa siendo elevado, tal como lo reflejó la emisión de Isagen de ayer (las referencias en IPC obtuvieron en conjunto un bit to cover de 2.2x frente a 1.3x en tasa fija).
- En el contexto de liquidez, consideramos que las condiciones son normales teniendo en cuenta que los mayores vencimientos de deuda corporativa del año se concentran entre febrero y marzo por un total de COP 1.8 billones. Así mismo, durante marzo se pagará más de COP 3.7 billones por concepto de los cupones de TES UVR (COP 1.1 billones) y el vencimiento del TES de corto plazo (COP 2.6 billones). De esta manera, el mercado verá un alivio dado el elevado saldo de la DTN en el Banrep (al 16 de febrero el saldo se ubica en COP 20.9 billones).
- Por último, recordamos que 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 en un futuro. Según las proyecciones del mercado, el IPC alcanzaría el 3.20% entre marzo y abril, cerraría 2018 alrededor de 3.47%, y en 2019 podría subir más destacando que la economía tendería a crecer a su potencial.

## 2 marzo

fecha de colocación

## 300.000 MM

monto máximo a emitir

## AAA

calificado por Fitch Ratings

- **Títulos:** Bonos Ordinarios
- **Modalidad colocación:** subasta holandesa
- **Valor nominal:** 10.000.000
- **Pago:** t + 1
- **Fixing:**

Indicador	Plazo (años)	Fixing CdB	Tasa Máxima
IPC + spread	7	3.30%-3.40%	3.70%
IPC + spread	25	4.05%-4.15%	4.30%

# Fixing IPC a 7 y 25 años

Entre 3.30%-3.40% y 4.05%-4.15%

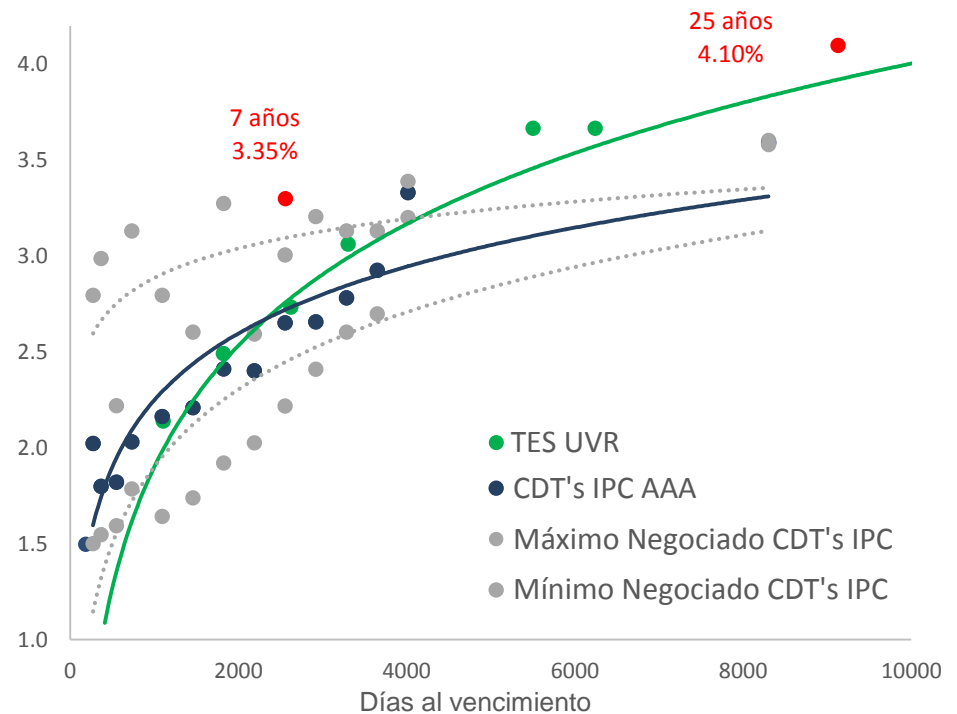
## 3.30%-3.40%

rango estimado para el plazo a 7 años. Entre 57 y 67 pbs sobre TES UVR sintético de la misma duración

## 4.05%-4.15%

rango estimado para el plazo a 25 años. Entre 31 y 41 pbs sobre TES UVR sintético de la misma duración

Curva sector financiero IPC y TES UVR (CdB)  
A la fecha



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

# Alternativa de inversión en IPC a 7 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 alcanzaría el 3.20% entre marzo y abril, cerraría 2018 alrededor de 3.47%, y en 2019 podría subir más teniendo en cuenta que la economía tendería a crecer a su potencial.

# 6.62% EA

rentabilidad estimada a 182 días si el precio permanece estable

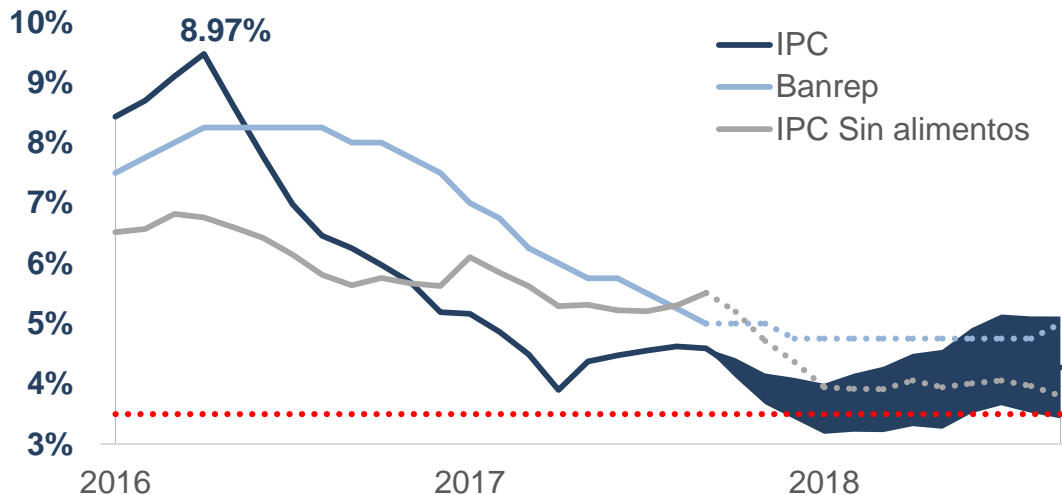
# 62 pbs

sobre el TES UVR sintético de la misma duración

# AAA

calificado por Fitch Ratings

### Proyección de IPC y tasas Banrep (CdB)



### Escenario rentabilidad a diferentes plazos (CdB)

TIR Compra estimada: 7.15%EA (IPC + 3.35%)

Compra		Escenarios de rentabilidad E.A. a plazos (días)						Vencimiento
Compra	Venta	30	182	270	365	540	720	2,553
	3.95%	-27.77%	0.38%	2.63%	3.92%	5.11%	5.74%	
	3.80%	-20.38%	1.90%	3.62%	4.64%	5.56%	6.05%	
	3.65%	-12.21%	3.45%	4.62%	5.36%	6.01%	6.35%	
	3.50%	-3.18%	5.02%	5.64%	6.08%	6.46%	6.66%	
3.35%	3.35%	6.80%	6.62%	6.67%	6.82%	6.92%	6.97%	7.09%
	3.20%	17.84%	8.25%	7.71%	7.56%	7.38%	7.29%	
	3.05%	30.06%	9.91%	8.76%	8.30%	7.84%	7.60%	
	2.90%	43.58%	11.60%	9.83%	9.06%	8.31%	7.92%	
	2.75%	58.56%	13.32%	10.91%	9.82%	8.77%	8.24%	
<b>IPC Proyectado</b>		<b>3.33%</b>	<b>3.31%</b>	<b>3.81%</b>	<b>3.64%</b>	<b>3.66%</b>	<b>3.68%</b>	<b>3.68%</b>

\* Tasa sujeta a cambios según condiciones de mercado

# Alternativa de inversión en IPC a 25 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 alcanzaría el 3.20% entre marzo y abril, cerraría 2018 alrededor de 3.47%, y en 2019 podría subir más teniendo en cuenta que la economía tendería a crecer a su potencial.

# 7.34% EA

rentabilidad estimada a 182 días si el precio permanece estable

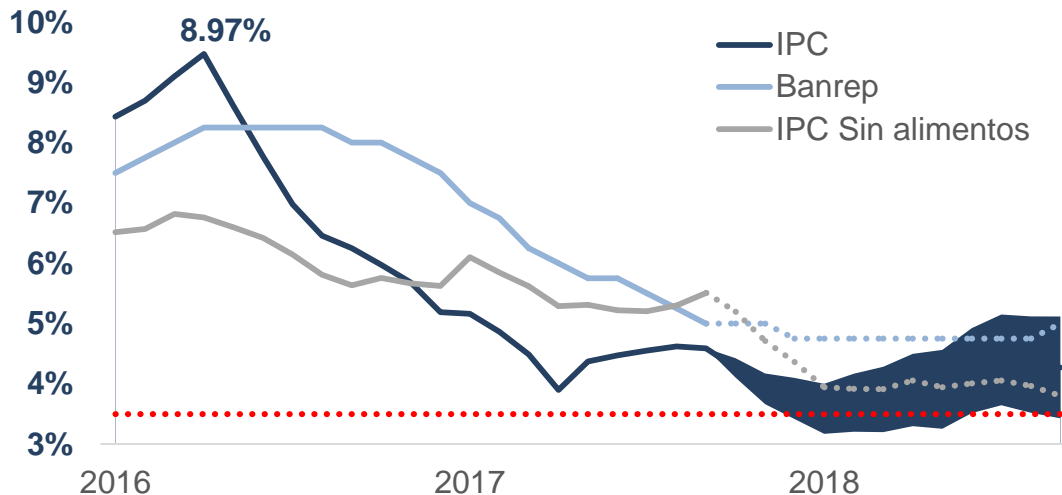
# 36 pbs

sobre el TES UVR sintético de la misma duración

# AAA

calificado por Fitch Ratings

Proyección de IPC y tasas Banrep (CdB)



Escenario rentabilidad a diferentes plazos (CdB)

TIR Compra estimada: 7.88%EA (IPC + 4.05%)

Compra	Escenarios de rentabilidad E.A. a plazos (días)							Vencimiento	
	Compra	Venta	30	182	270	365	540		720
4.65%			-51.44%	-5.55%	-1.01%	1.25%	3.46%	4.63%	
4.50%			-40.94%	-2.53%	1.00%	2.77%	4.48%	5.38%	
4.35%			-28.05%	0.62%	3.07%	4.32%	5.51%	6.14%	
4.20%			-12.13%	3.91%	5.21%	5.92%	6.57%	6.92%	
<b>4.05%</b>	<b>4.05%</b>	<b>7.52%</b>	<b>7.34%</b>	<b>7.42%</b>	<b>7.55%</b>	<b>7.65%</b>	<b>7.71%</b>	<b>7.85%</b>	
3.90%			10.92%	9.69%	9.23%	8.75%	8.51%		
3.75%			14.66%	12.04%	10.96%	9.88%	9.33%		
3.60%			18.57%	14.47%	12.73%	11.03%	10.16%		
3.45%			22.65%	16.98%	14.55%	12.21%	11.01%		
<b>IPC Proyectado</b>		<b>3.33%</b>	<b>3.31%</b>	<b>3.81%</b>	<b>3.64%</b>	<b>3.66%</b>	<b>3.68%</b>	<b>3.68%</b>	

\* Tasa sujeta a cambios según condiciones de mercado

---

# Contexto de liquidez

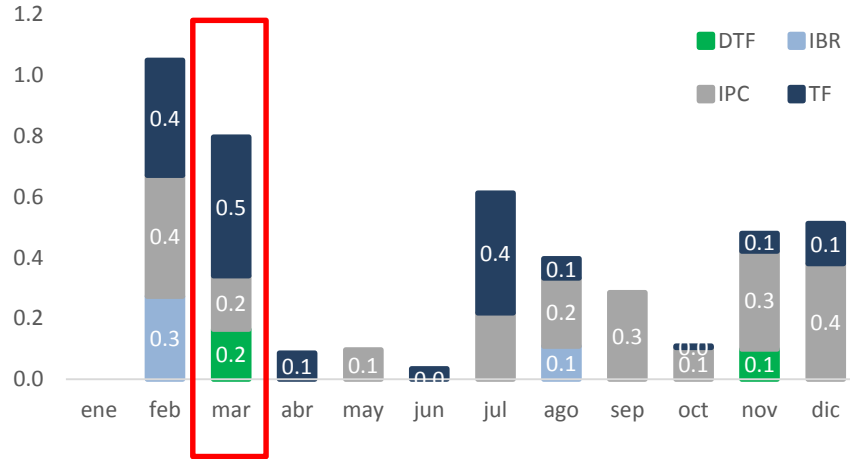
## Emisiones y vencimientos de deuda

# En marzo habrán vencimientos de bonos por tan solo \$797 mil millones

## Concentrados en emisores del sector financiero

### Vencimientos 2018 por indicador (CdB)

Bill COP



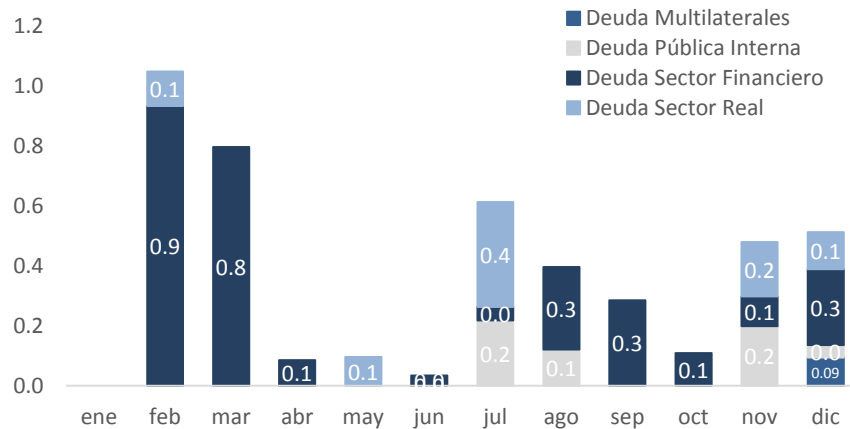
### Vencimientos 1er semestre de 2018 por emisor (CdB)

MM COP

Emisor	Valor
<b>Enero</b>	<b>-</b>
<b>Febrero</b>	<b>1,094,405</b>
Bco Davivienda	378,756
Bco Popular	133,280
Findeter	422,264
Terpel	115,105
<b>Marzo</b>	<b>797,076</b>
Itaú	307,943
Bco Davivienda	76,055
Bco Finandina	76,938
Bancolombia	329,624
Serfinanza	6,516
<b>Abril</b>	<b>85,643</b>
Bancolombia	85,643
<b>Mayo</b>	<b>97,022</b>
Cemargos	97,022
<b>Junio</b>	<b>34,376</b>
Bco Finandina	34,376
<b>Total General</b>	<b>2,063,522</b>

### Vencimientos 2018 por sector (CdB)

Bill COP



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

# En marzo habrá vencimiento de TCP y pago cupón de TES UVR

## Por un total de COP 3.7 billones

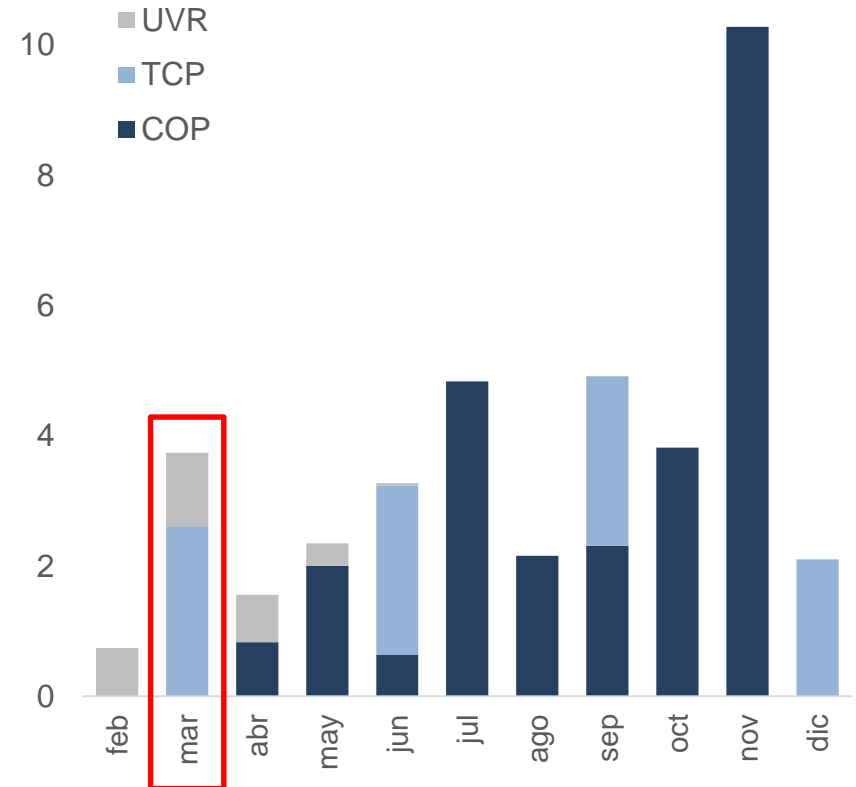
### TES vigentes (CdB)

Cifras en MM

TES	Vencimiento	Cotización Obligatoria	Tasa Cupón	Valor Nominal	Pago cupón 2018	Flujo total 2018
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%	2,600,000		2,600,000
	11-dic-18		0.00%	2,100,000		2,100,000
COP	24-oct-18		11.25%	3,432,331	386,137	3,818,468
	21-nov-18	X	5.00%	9,668,635	483,432	10,152,067
	11-sep-19	X	7.00%	13,849,626	969,474	969,474
	24-jul-20	X	11.00%	19,499,818	2,144,980	2,144,980
	04-may-22	X	7.00%	28,595,882	2,001,712	2,001,712
	24-jul-24	X	10.00%	26,889,987	2,688,999	2,688,999
	26-nov-25	X	6.25%	1,984,259	124,016	124,016
	26-ago-26	X	7.50%	28,778,994	2,158,425	2,158,425
	28-abr-28	X	6.00%	13,834,481	830,069	830,069
	18-sep-30	X	7.75%	17,294,552	1,340,328	1,340,328
30-jun-32	X	7.00%	9,063,972	634,478	634,478	
UVR	17-abr-19	X	3.50%	10,306,069	360,712	360,712
	10-mar-21	X	3.50%	19,442,736	680,496	680,496
	23-feb-23		4.75%	15,619,538	741,928	741,928
	07-may-25	X	3.50%	9,842,824	344,499	344,499
	17-mar-27		3.30%	5,518,626	182,115	182,115
	25-mar-33	X	3.00%	9,234,256	277,028	277,028
	04-abr-35	X	4.75%	7,720,548	366,726	366,726
16-jun-49		3.75%	994,584	37,297	37,297	

### Perfil de vencimiento y pago cupón TES 2018 (CdB)

Cifras en billones



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

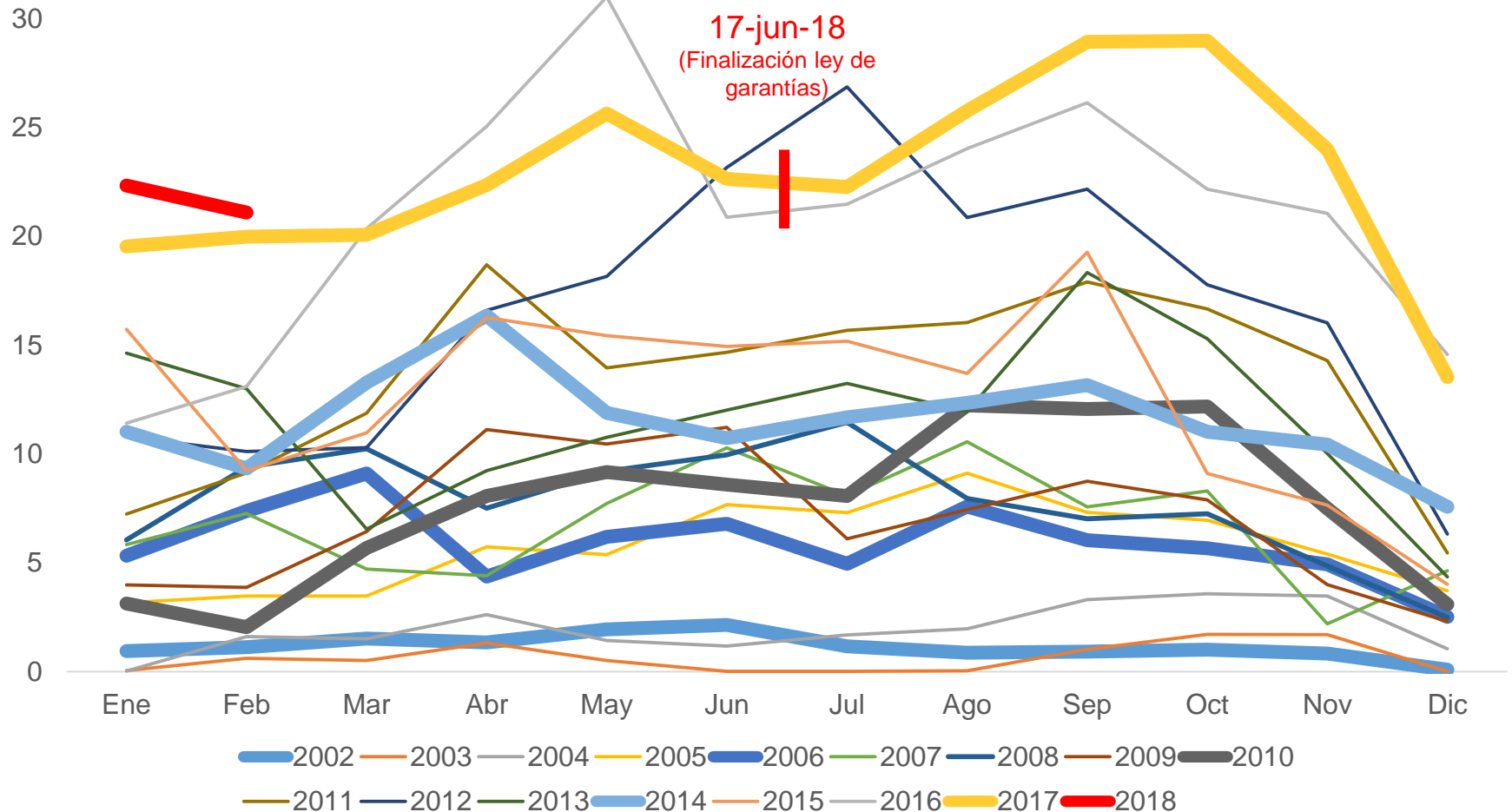


# Al 16 de febrero el saldo de la DTN en Banrep se ubica en COP 20.9 bill

## Pago de impuestos de grandes contribuyentes lo mantendrían elevado

### Saldo disponible DTN en el BanRep (CdB)

Cifras en billones COP



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

# Cronograma de emisiones

## Confirmadas y en tramite

### Cronograma ofertas públicas confirmadas (CdB)

	Fecha emisión	Emisor	Título	Monto COP	Referencias	Calificación
	27 feb	Isagen	Bonos Ordinarios	Hasta 750.000 MM	TF 7Y, IPC 12 - 30 Y	AAA
* CdB	2 mar	Gases de Occidente	Bonos Ordinarios	300.000 MM	IPC 7-25 Y	AAA
* CdB	7 Mar	Titularizadora Colombiana	TIPS COP N-17	382.728 MM	TF 10 años (Dur 2.5 años)	AAA
	Mitad Mar	Construcciones El Cóndor	Papeles Comerciales	300.000 MM	TF o IBR	
* CdB	1S2018	PEI	Bonos Hipotecarios	300.000 – 500.000 MM	IPC 7-10-15-10 Y	ND
* CdB	2S2018	PEI	Títulos Participación	ND	NA	AAA
* CdB	2018	Titularizadora Colombiana	Título de Participación	140.000 - 200.000 MM	Perpetuo	AAA
	2018	Codensa	Bonos/Papeles	Global 600.000 MM	ND	ND
	2018	Manufacturas de Cemento Titán	Bonos	40.000 MM	ND	ND
	2018	Terpel	Bonos/Papeles	1.5 bill	ND	ND

*\* 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

# Spread sobre TES UVR de emisiones primarias de bonos IPC AAA

Sector real 32 pbs, promedio general 37 pbs, sector financiero 40 pbs

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

2017

Subasta	Vencimiento	Emisor	Calificación	Tasa de Corte	TES Referencia	Diferencia	Tasa Máx.	Diferencia	Colocación (MM)	Demanda (MM)	Bid to Cover
15-feb-17	15-feb-22	Banco Caja Social	AAA	3.04%	2.70%	0.34%	3.40%	0.70%	92,011	285,381	3.10
15-feb-17	15-feb-32	Banco Caja Social	AAA	3.87%	2.60%	1.27%	4.15%	1.55%	307,989	590,820	1.92
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
28-feb-17	28-feb-24	EEB	AAA	3.19%	2.98%	0.21%			187,000	284,380	1.52
28-feb-17	28-feb-32	EEB	AAA	3.85%	3.49%	0.36%			283,000	423,010	1.49
28-feb-17	28-feb-42	EEB	AAA	4.04%	4.03%	0.01%			180,000	598,530	3.33
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
28-jun-17	28-jun-20	Grupo Aval	AAA	2.69%	2.64%	0.05%	3.10%	0.46%	100,000	320,048	3.20
28-jun-17	28-jun-42	Grupo Aval	AAA	3.99%	3.90%	0.09%	3.40%	-0.50%	300,000	685,000	2.28
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
19-oct-17	19-oct-24	Sodimac	AAA	3.18%	2.70%	0.48%	3.50%	0.80%	110,820	331,220	2.99
19-oct-17	19-oct-32	Sodimac	AAA	3.65%	3.25%	0.40%	4.05%	0.80%	139,180	396,000	2,85
15-nov-17	28-feb-24	EEB	AAA	3.21%	2.94%	0.27%			130,200	146,260	1.12
15-nov-17	28-feb-32	EEB	AAA	3.85%	3.45%	0.40%			191,700	201,700	1.05
15-nov-17	28-feb-47	EEB	AAA	4.10%	3.67%	0.43%			328,100	521,100	1.59
14-dic-17	14-dic-32	Bco Occidente	AAA	3.84%	3.40%	0.44%	3.90%	0.50%	111,200	144,700	1.30
<b>Promedio General</b>						<b>0.37%</b>		<b>0.67%</b>			
<b>Promedio - Sector Real</b>						<b>0.32%</b>		<b>0.80%</b>			
<b>Promedio - Financiero</b>						<b>0.40%</b>		<b>0.64%</b>			

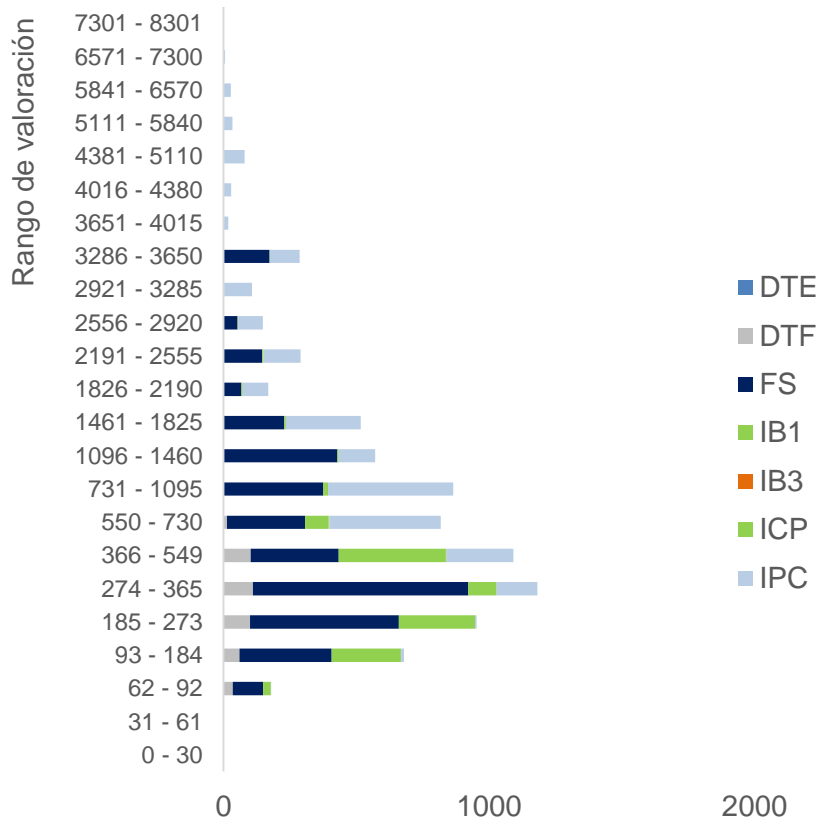
# Volúmenes de negociación mercado primario y secundario

## Concentración en tasa fija a 1 en tasa fija, y 2 años en IPC

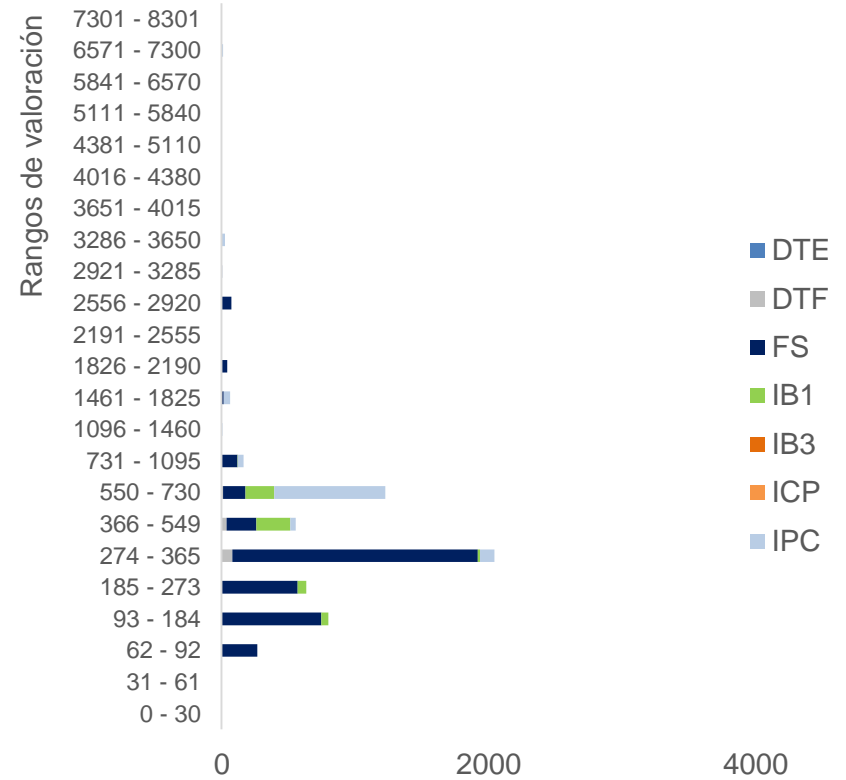
### Volumen mensual de Negociación por mercado (CdB)

Cifras en miles de MM, todas las calificaciones, emisores y sectores

#### Mercado Primario



#### Mercado Secundario



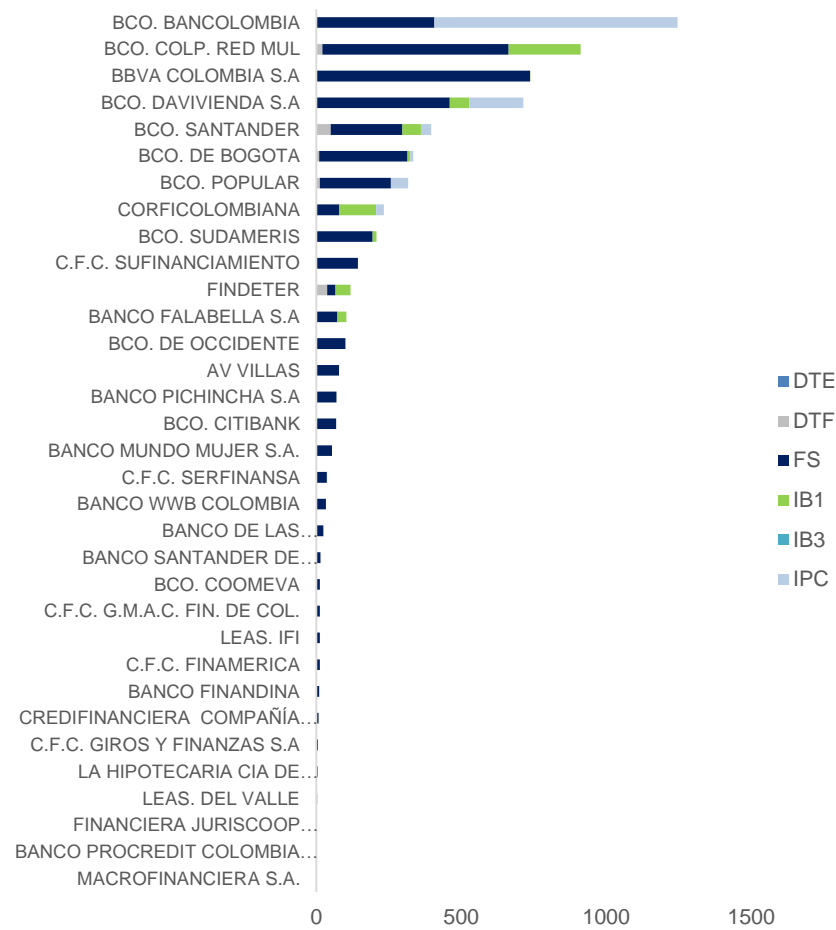
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

# Ranking negociación mensual por emisor

## Bancolombia lidera el volumen tanto en el mercado primario como secundario

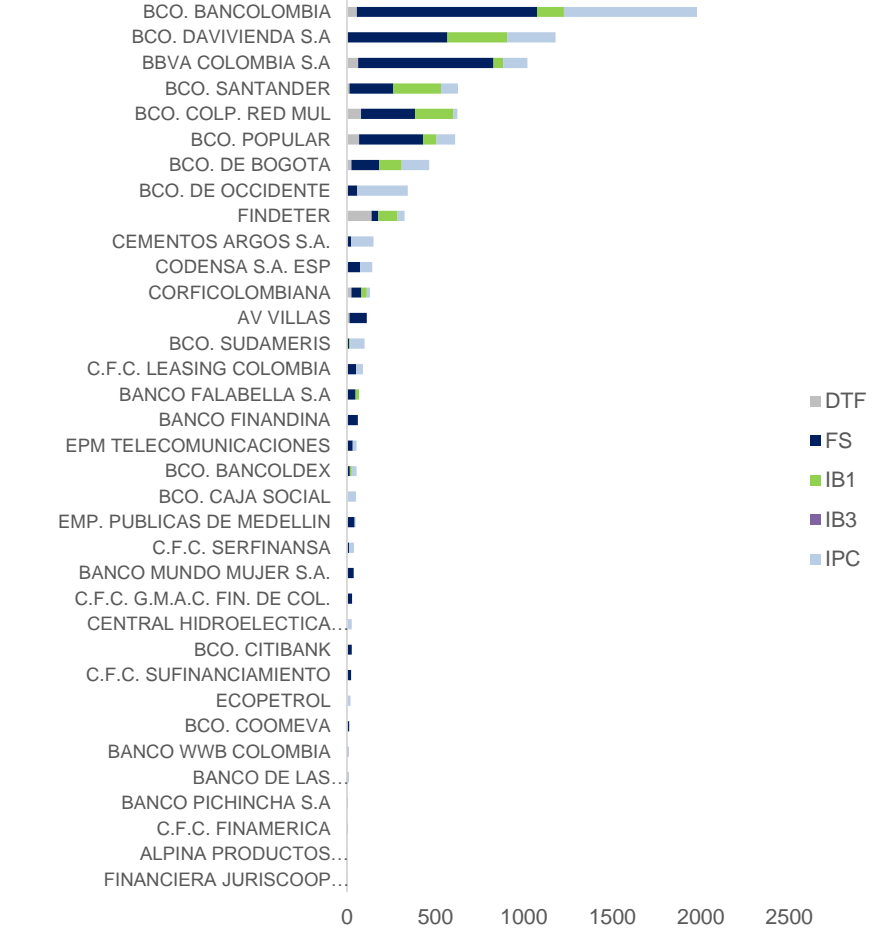
### Captaciones primarias (CdB)

Cifras en miles de MM, todas las calificaciones, emisores y sectores



### Negociación mercado secundario CDTS y Bonos (CdB)

Cifras en miles de MM, todas las calificaciones, emisores y sectores



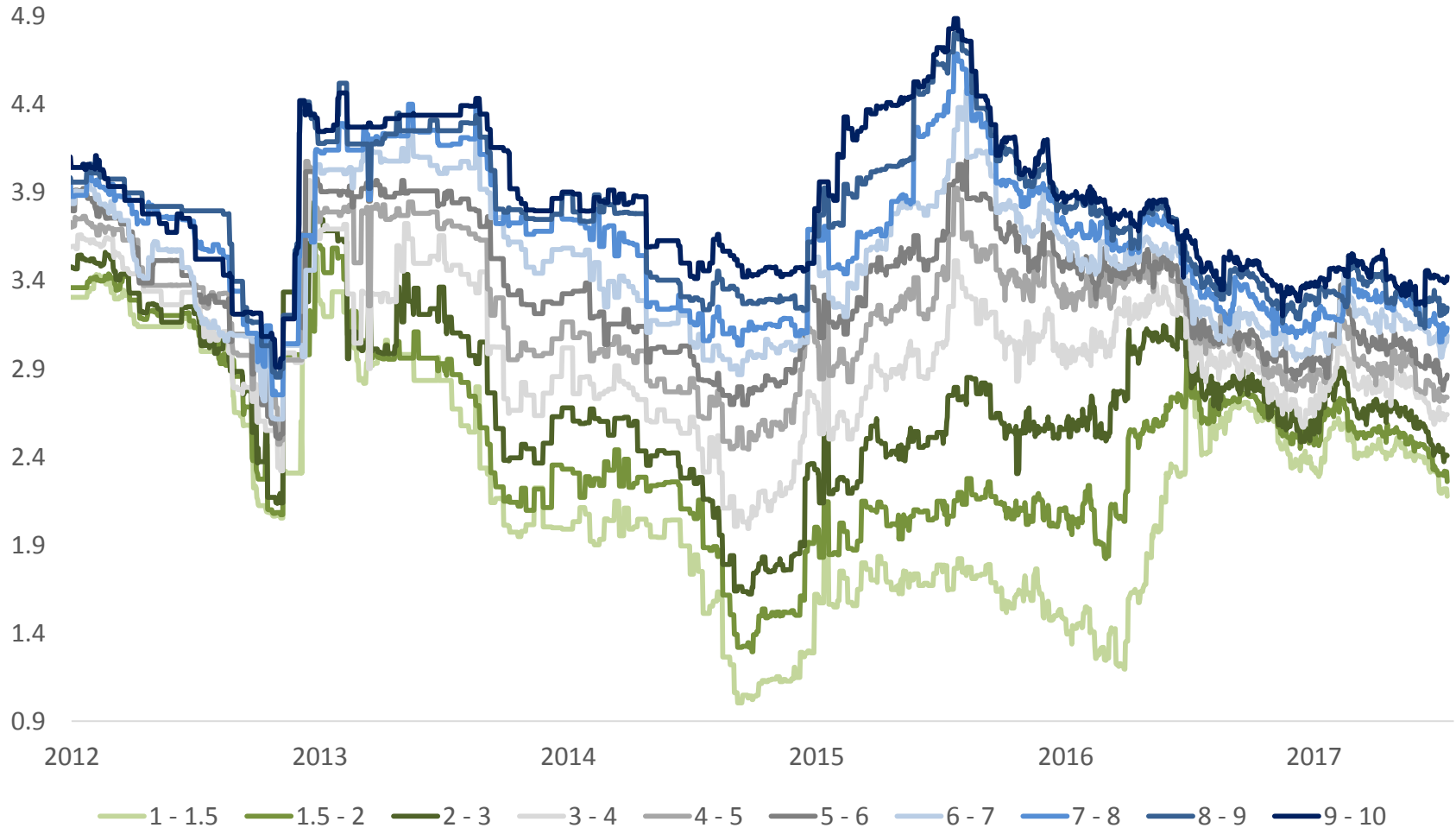
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

# Títulos IPC de corta y mediana duración se valorizan

En contraste con larga duración que se mantiene relativamente estable

## Márgenes IPC entre 1 y 10 años (CdB)

2012 a la fecha



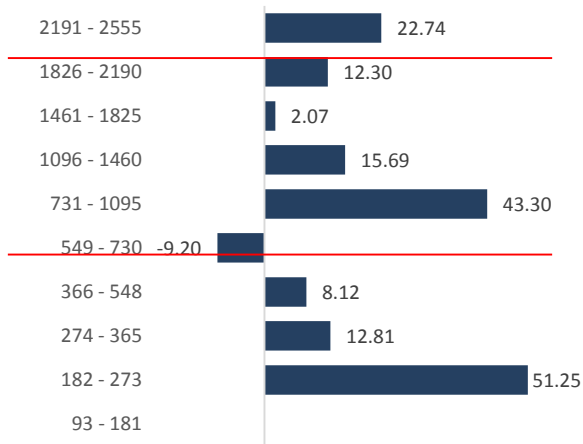
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

# El empinamiento de la curva IPC se encuentra en 129 pbs

## Aún debajo de su promedio histórico (175 pbs)

### Empinamiento por tramos (CdB)

Cambio en pbs



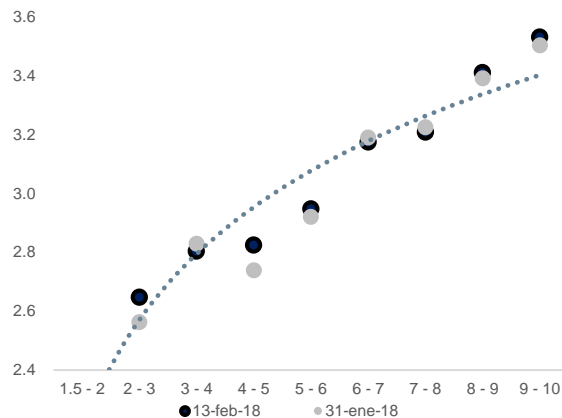
### Empinamiento 1 a 10 años (CdB)

2015 a la fecha



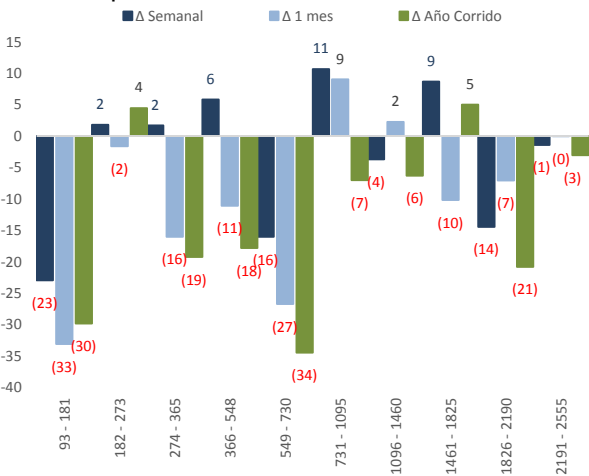
### Curva rendimientos IPC (CdB)

Variación semanal



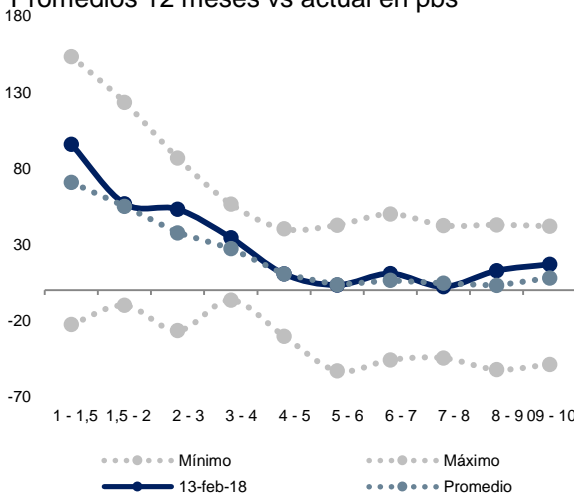
### Variación periódica tasas (CdB)

Cambio pbs



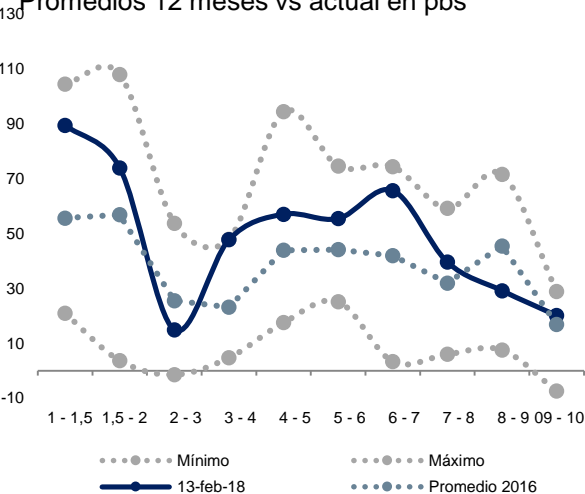
### Spread Deuda privada y CC UVR (CdB)

Promedios 12 meses vs actual en pbs



### Spread deuda privada AAA y AA+ (CdB)

Promedios 12 meses vs actual en pbs



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

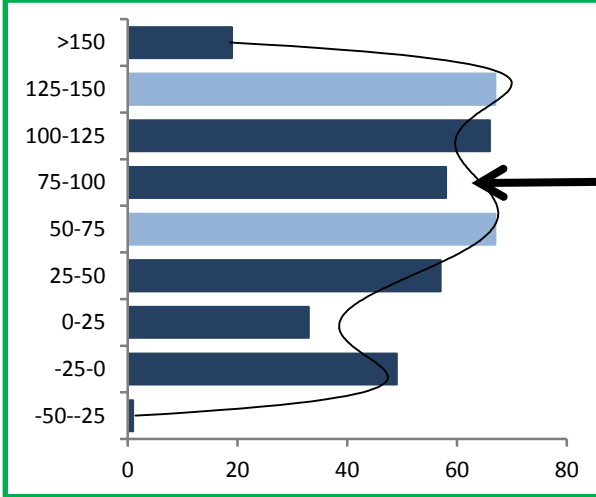


# Spread Deuda Privada IPC - TES UVR

Atractivo 1,3, 5 y 6 años, costoso a 2 y 4 años

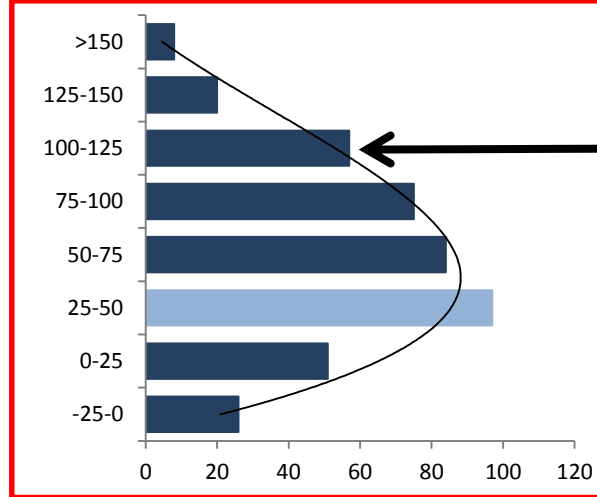
### Spread 0.5 a 1 año (CdB)

Historia de 1 año



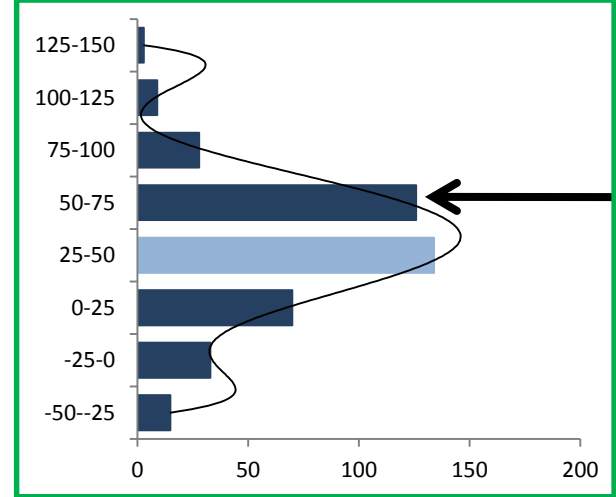
### Spread 1.5 a 2 años (CdB)

Historia de 1 año



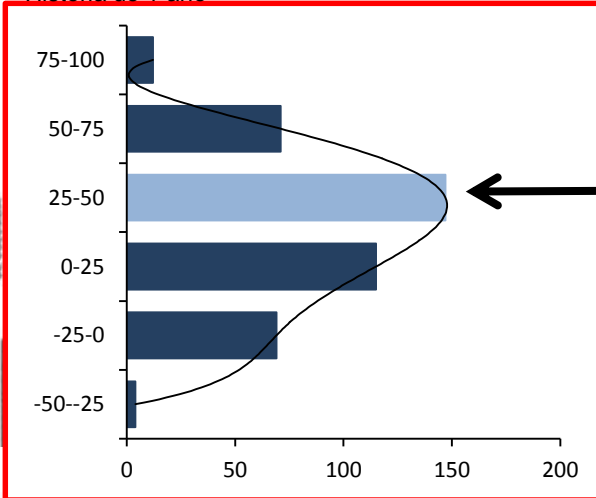
### Spread 2 a 3 años (CdB)

Historia de 1 año



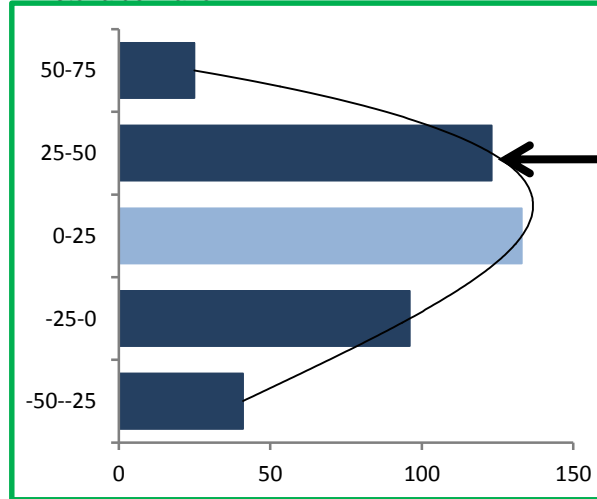
### Spread 3 a 4 años (CdB)

Historia de 1 año



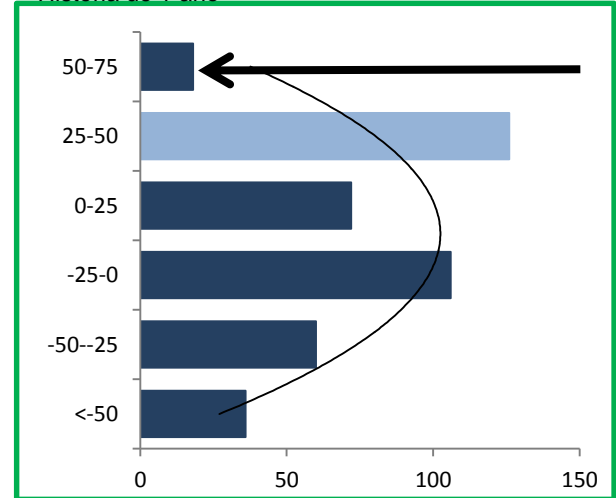
### Spread 4 a 5 años (CdB)

Historia de 1 año



### Spread 5 a 6 años (CdB)

Historia de 1 año



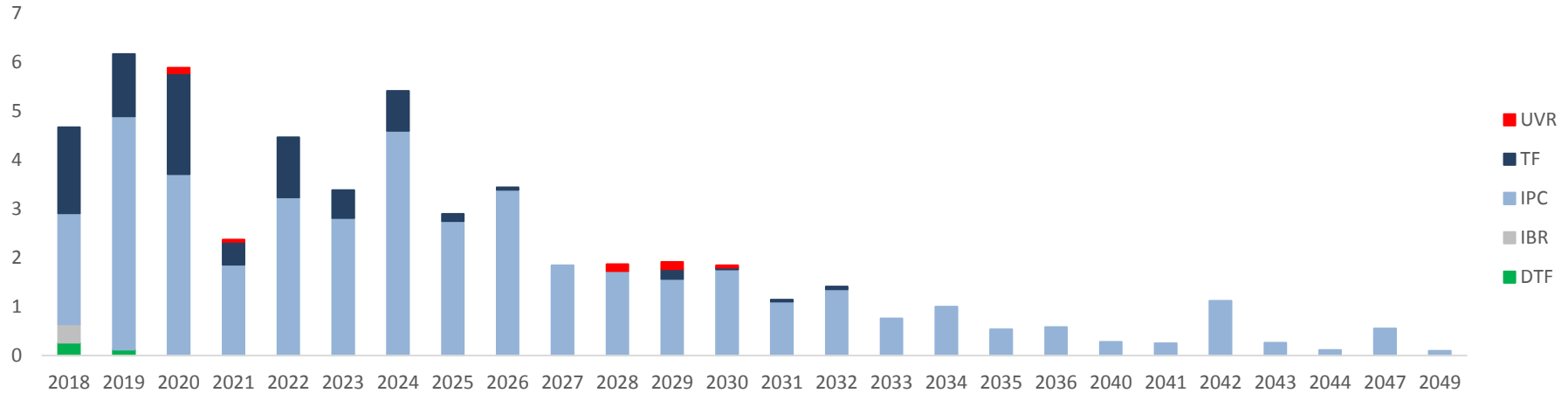
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

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

## 2042 es el nodo con mayor concentración de vencimientos de largo plazo

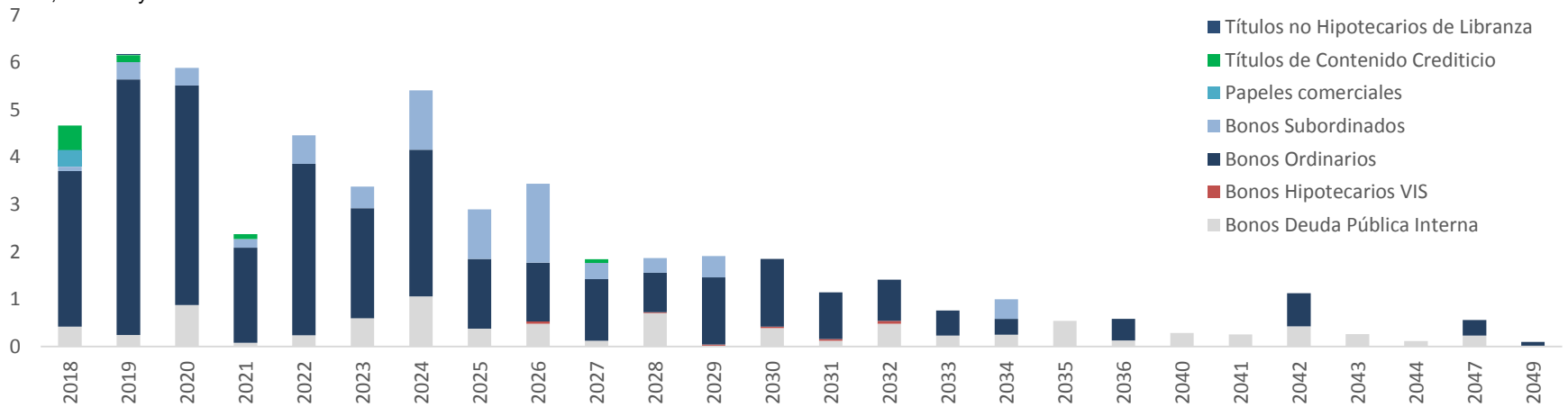
### Perfil de vencimientos histórico (CdB)

Bill COP, no incluye TIPS



### Perfil de vencimientos histórico por tipo de título (CdB)

Bill COP, no incluye TIPS



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

---

# La luz al final del túnel

## Expectativas 2018

# Proyecciones económicas 2018

## La luz al final del túnel

Indicador	Expectativa	Proyección 2018	
		Febrero	Diciembre
<b>Tasas Interés</b>	La tasa de interés se mantendrá estable en 4.50% en febrero teniendo en cuenta que la próxima votación se dará hasta marzo, mes en el cual si la inflación desciende tal y como lo esperamos (3.20%), podríamos presentarse un último recorte de 25 pbs (ver <a href="#">Decisiones Banrep   Más vale paloma en mano que IPC volando</a> ).	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CdB: 4.50%</li> <li>• Mercado: 4.50%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CdB: 4.50%</li> <li>• Mercado: 4.25%</li> </ul>
<b>IPC</b>	Esperamos que el IPC disminuya de 3.68% a 3.45% en febrero, teniendo en cuenta la base estadística a favor efecto del incremento del IVA en 2017. Esperamos choques al alza en el componente de Transporte por el incremento del pasaje de Transmilenio, SITP y gasolina (Ver <a href="#">Inflación   Retomando el rumbo</a> )	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CdB: 3.45%</li> <li>• Mercado: 3.43%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CdB: 3.81%</li> <li>• Mercado: 3.42%</li> </ul>
<b>TRM</b>	El dólar se ha mantenido sobre el soporte del canal lateral de largo plazo (\$2.817). Nuestro sesgo continua siendo al alza toda vez que consideramos que el petróleo eventualmente corregirá a la baja teniendo en cuenta que la sobreoferta de petróleo podría aumentar por la fuerte recuperación que ha presentado la producción de petróleo en EEUU (ver <a href="#">El Oráculo del Dólar   Llegó la hora de la verdad</a> )	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CdB: 2.956</li> <li>• Mercado: 2.902</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CdB: 3.200</li> <li>• Mercado: 2.963</li> </ul>
<b>PIB</b>	Esperamos que el <b>crecimiento de 2018 sea levemente superior al de 2017</b> teniendo en cuenta que la cartera comenzaría a recuperarse por la disminución de tasas de interés, el comercio se favorecería por el repunte en la confianza al consumidor, el sector minero del repunte del precio de los commodities, y la reactivación de los cierres financieros que impulsarían los proyectos de infraestructura 4G. Entre los factores negativos tenemos la incertidumbre política por las Elecciones Presidenciales y la Ley de Garantías que afectaría inversión pública.	<b>2017</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• CdB 1.60%</li> <li>• Mercado 1.70%</li> </ul>	<b>2018</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• CdB 2.20%</li> <li>• Mercado 2.40%</li> </ul>
<b>Acciones Colcap</b>	Consideramos que luego de la fuerte caída que presentó el mercado al comenzar febrero, es posible que rebote durante las próximas semanas teniendo en cuenta que la volatilidad se ha venido moderando. Resaltamos que la tendencia de largo plazo en acciones continua siendo alcista, y que los retrocesos continúan siendo contratendencia	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CdB 1.525 pts</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CdB 1.700 pts</li> </ul>

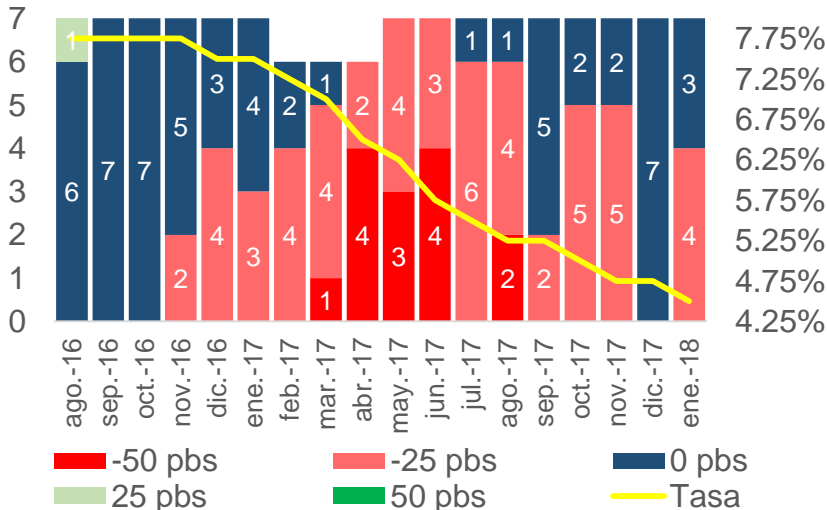
# Decisiones Banrep

## Más vale paloma en mano que IPC volando

- La decisión:** El Banrep recortó la tasa de interés en 25 pb hasta 4,5%, con una aprobación de 4 miembros de la Junta, mientras que los 3 restantes votaron por mantenerla inalterada, destacando que con la información disponible, completó el ciclo de reducción de tasas teniendo en cuenta que algunos indicadores sugieren que a este nivel la postura de política monetaria es ligeramente expansiva, y el riesgo que la convergencia de la inflación a la meta es más lenta que la proyectada. Adicionalmente, el equipo técnico redujo su estimación del déficit de cuenta corriente de 3,7% a 3,5% del PIB en 2017, y pronostica 3,3% para 2018. Respecto al crecimiento, mantuvo la proyección del crecimiento de 1,6% para 2017, y para 2018 estima un 2,7%, sustentado en una aceleración de la demanda externa, los efectos de las reducciones previas en las tasas de interés y la inversión en obras civiles, entre otros factores.
- Expectativa:** Aunque nos sorprendió que el Banrep anunciará que este sería el último recorte de tasas de este ciclo, éramos conscientes que estábamos muy cerca de llegar a su fin. A pesar de lo anterior y teniendo en cuenta que: i) las decisiones de la junta dependen de la información disponible, ii) la inflación descendería alrededor de 60 pbs en el 1T2018, y que iii) si la tasas de cambio se consolidan a la baja beneficiaría las expectativas de inflación (ver [El Oráculo del IPC | La revaluación le dará otro respiro a la inflación y al Banrep](#)), consideramos que aún podrían llegarse a presentarse recortes de tasas, sin embargo de baja magnitud (25 pbs) y solo durante el 1S2018, toda vez que si la economía efectivamente repunta este año y crece en su potencial en 2019, las expectativas de inflación comenzarían a ascender.

### Tasas de interés y votaciones junta Banrep (CdB)

La junta cuenta con 7 miembros con voto



### Fechas juntas Banrep 2018\* (CdB)

29 – ene	Junta con votación y actualización proyecciones económicas
23 – feb	
20 – mar	Junta con votación
27 – abr	Junta con votación y actualización proyecciones económicas
31 – may	
29 – jun	Junta con votación
27 – jul	Junta con votación y actualización proyecciones económicas
31 – ago	
28 – sep	Junta con votación
26 – oct	Junta con votación y actualización proyecciones económicas
30 – nov	
21 – dic	Junta con votación

\* Esta nueva frecuencia de reuniones no modifica la potestad de la Junta de tomar decisiones de política en las otras 4 reuniones ordinarias. También podrá convocar a reuniones extraordinarias de política cuando, por razón de una situación excepcional, así lo considere necesario.

# ¿REALmente finalizó el ciclo de disminuciones de tasas?

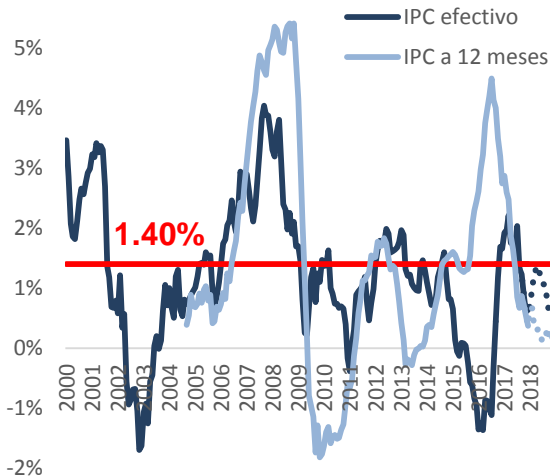
## Dependerá de si la inflación cumple o no con las expectativas

Teniendo en cuenta que el Banrep considera que la tasa de interés real neutral es 1,40%, los casos en que podría continuar o finalizar el ciclo de disminuciones de tasas serían cuando:

1. El Banrep persiga la inflación, es decir, que disminuya las tasas cuando el IPC desciende, como se espera durante este semestre, y que las aumente cuando las expectativas se incrementen (teniendo en cuenta la última junta, no parece ser el escenario).
2. La inflación promedie el año por debajo del 3,00%, una vez que el nivel de tasa actual (4,50%) comenzaría a ser contraccionista (superior a 1,40%)
3. Que el Banrep decida tomar una política monetaria expansiva (una tasa de interés real inferior al 1,40%)

### 1. Proyección tasa interés real (CdB)

Encuesta expectativas Banrep



### 2. Escenarios de Tasa de interés real (CdB)

Variando tasas Banrep e 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, o a principios de 2019, inicie un nuevo ciclo de incremento de tasas. Los dos últimos ciclos de estabilidad duraron en promedio 11 meses.

### Ciclos de Tasas Banrep (CdB)



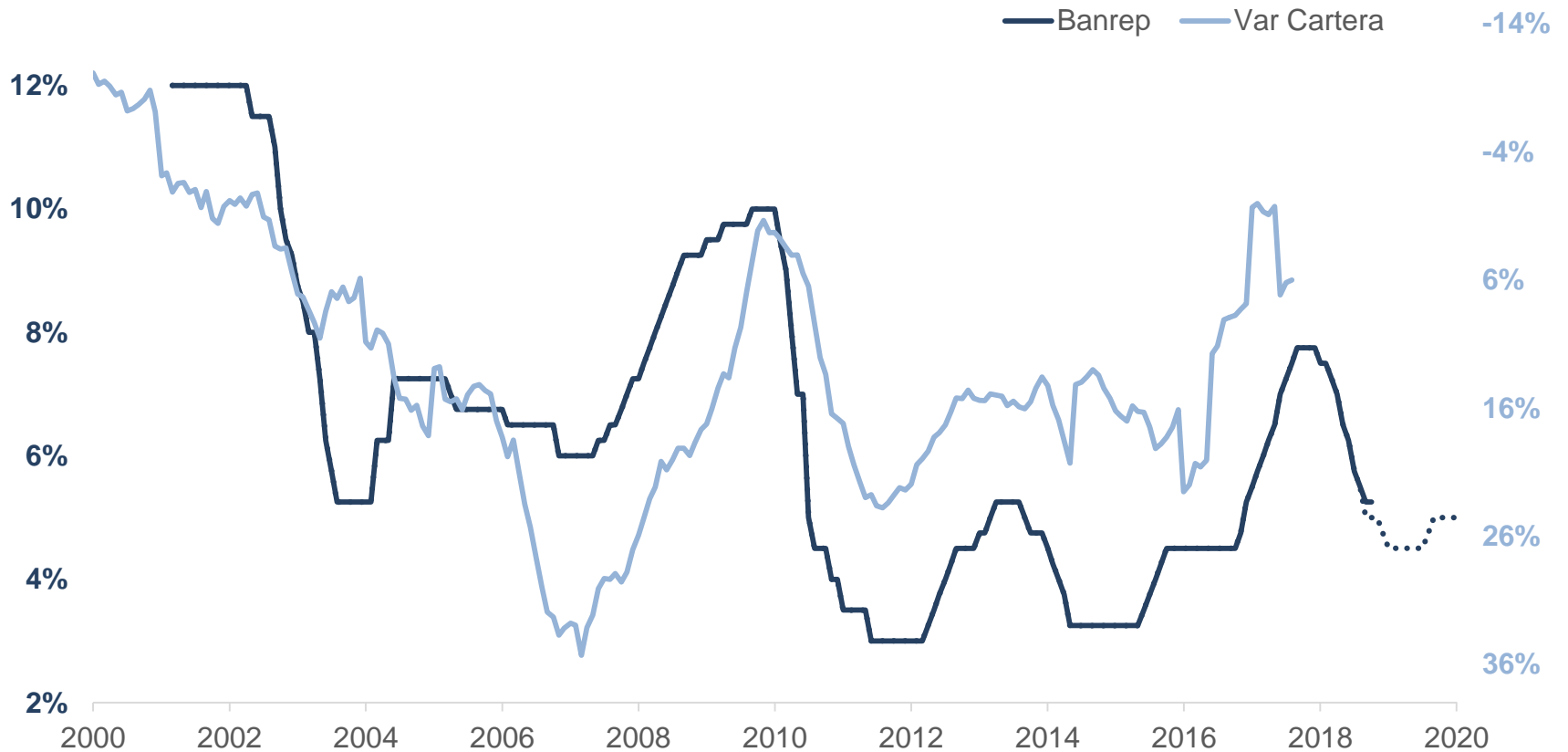
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

# 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)





# Inflación

## Retomando el rumbo

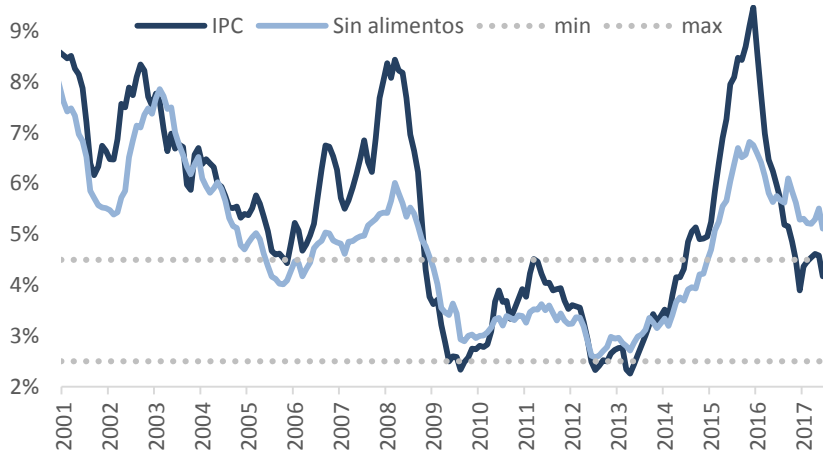
- En el primer mes de 2018 la inflación anual descendió a 3.68% desde 4.09% en diciembre, inferior a las expectativas del mercado y del Equipo Técnico del Banrep, ubicándose de esta manera nuevamente dentro del rango meta (2% - 4%).
- Entre tanto, el IPC sin Alimentos, mayor afectado por el incremento del IVA en 2017, descendió 41 pbs hasta 4.61%, el IPC de Transables se acerca a la meta del Banrep (3.16%) beneficiado por la estabilidad de la tasa de cambio, en contraste con el IPC de No Transables y Regulados que aunque también cayeron (hasta 5.37% y 5.27% respectivamente), continúan siendo la mayor preocupación del Banrep (se mantienen muy lejos de su meta).
- Todos los grupos de gastos que componen el IPC registraron variaciones mensuales inferiores a las observadas en el mismo periodo del año anterior, debido a que toda la causación del incremento del IVA hasta el 19% se registró en 2017. Los grupos de gasto que más contribuyeron a la variación mensual fueron Alimentos (36 pbs), Vivienda (10 pbs) y Transporte (10 pbs) explicados por incrementos del tomate, naranja y zanahoria, además del aumento de las tarifas arrendamientos y transporte urbano respectivamente.
- Cabe resaltar que el fenómeno de La Niña se ha comenzado a debilitar, y aunque generó varios derrumbes, no generaron un impacto fuerte sobre los alimentos. Según las proyecciones climáticas del NOAA, la probabilidad que el clima se normalice durante los próximos tres meses aumentaron de 15% a 36%, y en abril alcanzaría 58%.
- Así mismo, destacamos que en febrero el Transporte podría aumentar significativamente teniendo en cuenta el incremento en \$128 que presentó la gasolina (equivalente a una variación mensual de 1.7%), y los \$100 que aumentaron las tarifas del Transmilenio y SITP (equivalente a una variación del 5.0% y 4.5% respectivamente)
- Por último, pero no menos importante destacamos el rol protagónico que ha tomado nuevamente la tasa de cambio con el fortalecimiento del peso colombiano, el cual podría ejercer presiones a la baja en el IPC de transables (ver [El Oráculo del IPC | La revaluación le dará otro respiro a la inflación y al Banrep](#))
- De esta forma, en Casa de Bolsa consideramos que el dato registrado fue muy bueno, augurando el buen comienzo del descenso de la inflación que se presentaría en el primer semestre de este año (base estadística a favor de 60 pbs), que de continuar sorprendiendo a la baja, podría abrir un espacio para una disminución adicional de tasas por parte del Banrep, a pesar que hayan anunciado que el recorte de tasas de enero habría sido el último (Ver [Decisiones Banrep | Más vale paloma en mano que IPC volando](#)).

# IPC retorna a la meta del Banrep (2%-4%)

## No Transables y Regulados se mantienen muy lejos de la meta

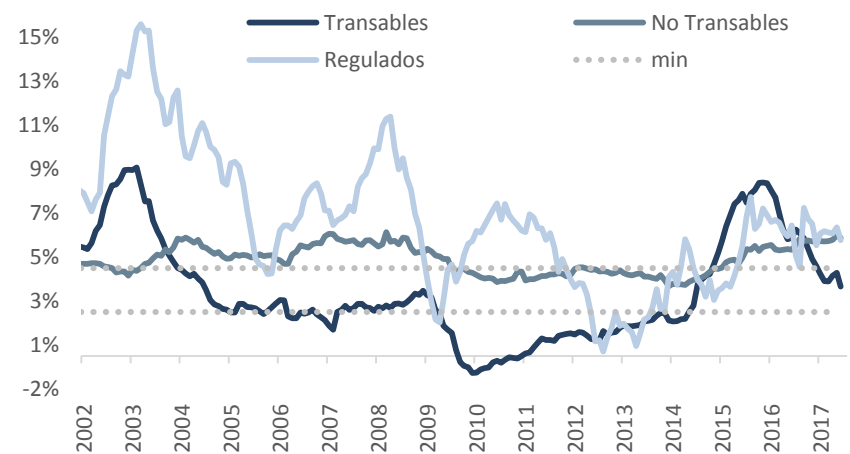
### IPC total e IPC sin alimentos (CdB)

Variación anual



### IPC transables, no transables y regulados (CdB)

Variación anual



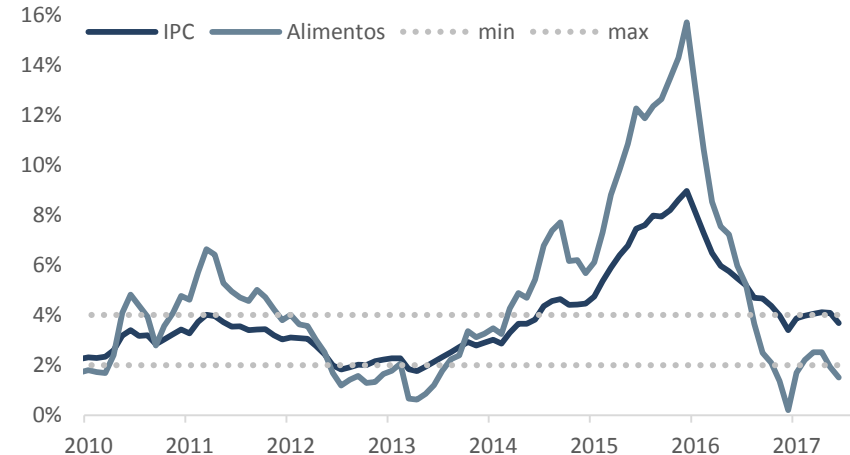
### IPC Vivienda vs IPC total adelantado 12 meses (CdB)

Variación anual



### IPC Alimentos vs IPC total (CdB)

Variación anual



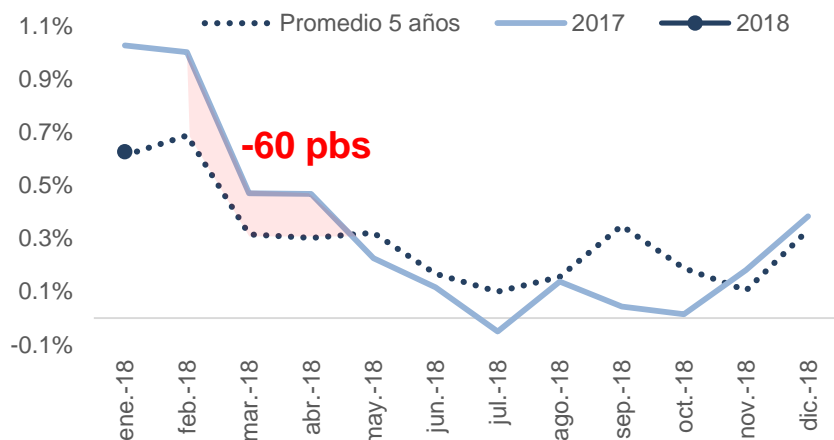
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

# Restan 60 pbs a favor de base estadística

## Transporte y vivienda los que más contribuirán al descenso

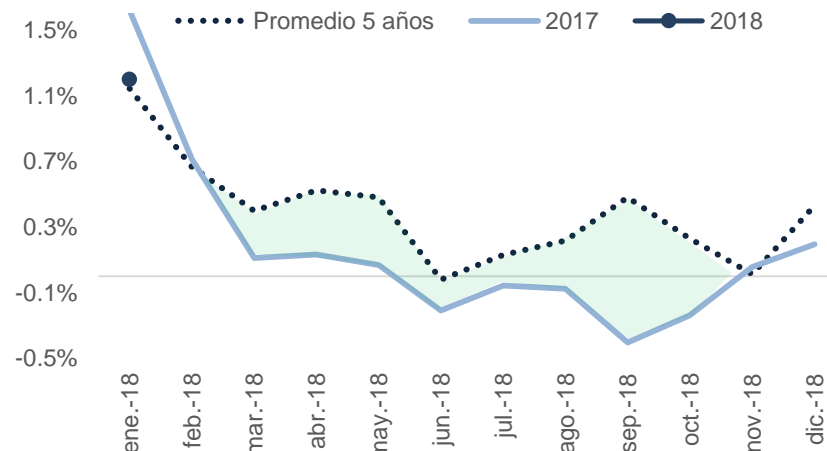
**IPC Total Mensual promedio 5 años, 2017, 2018 (CdB)**

Variación mensual



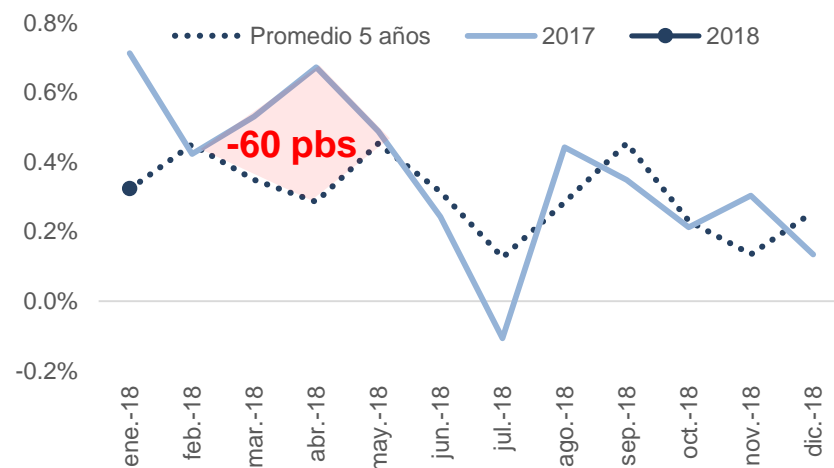
**IPC Alimentos promedio 5 años, 2016 y 2017 (CdB)**

Variación mensual



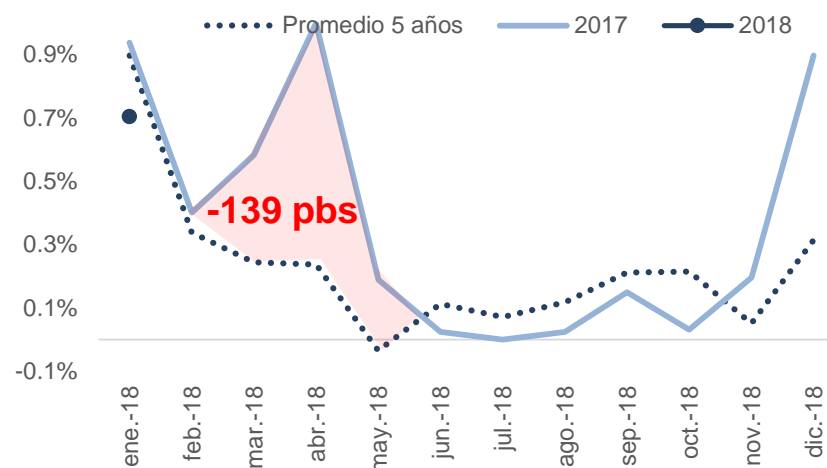
**IPC Vivienda promedio 5 años, 2016, 2017 (CdB)**

Variación mensual



**IPC Transporte promedio 5 años, 2016 y 2017 (CdB)**

Variación mensual



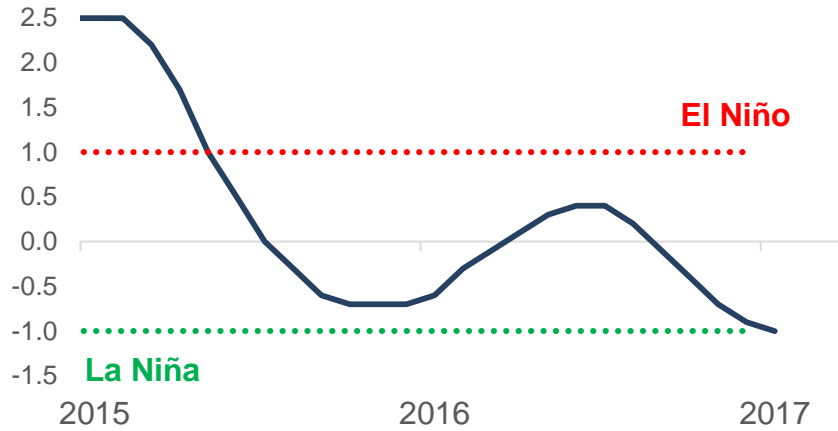
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

# Incremento del petróleo podría generar choque alcista en IPC mundial

## Al igual que las economías creciendo por encima de su potencial

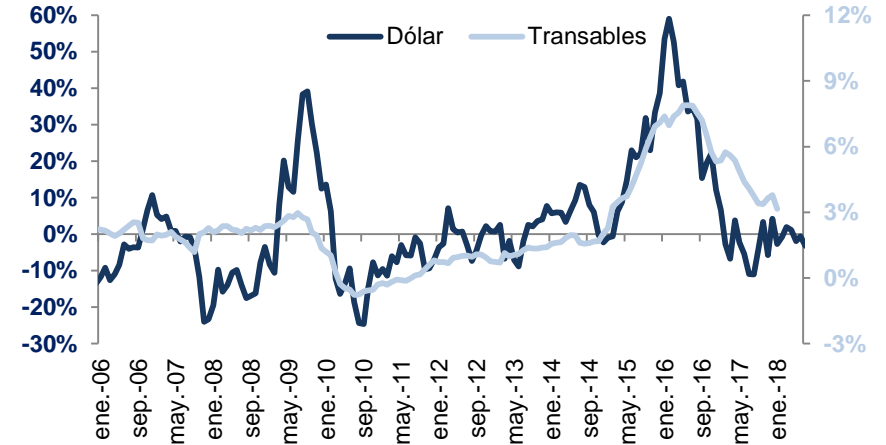
### Índice NOAA (CdB)

Comportamiento histórico desde 2015



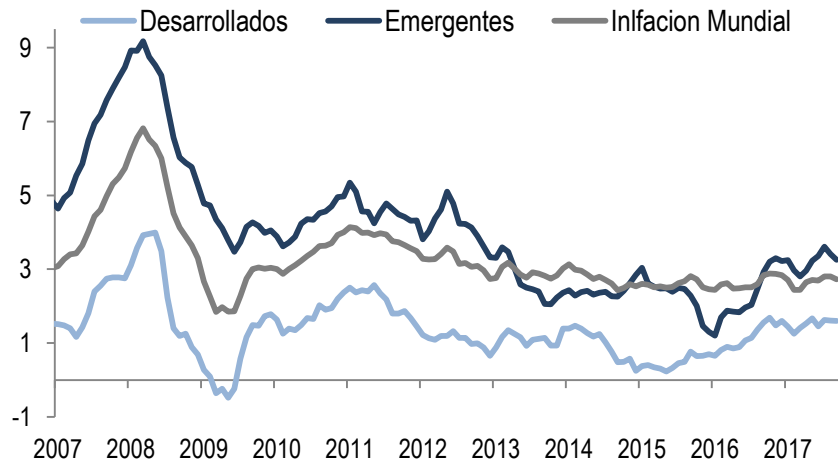
### IPC Transables vs dólar adelantado (CdB)

Variación mensual



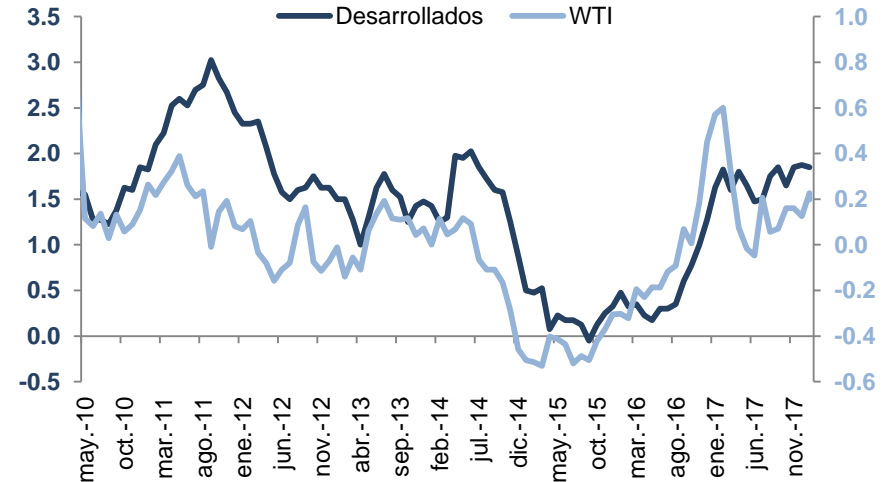
### Inflación global (CdB)

(Var.% anual)



### Inflación desarrollados vs. WTI (CdB)

(Var.% anual)

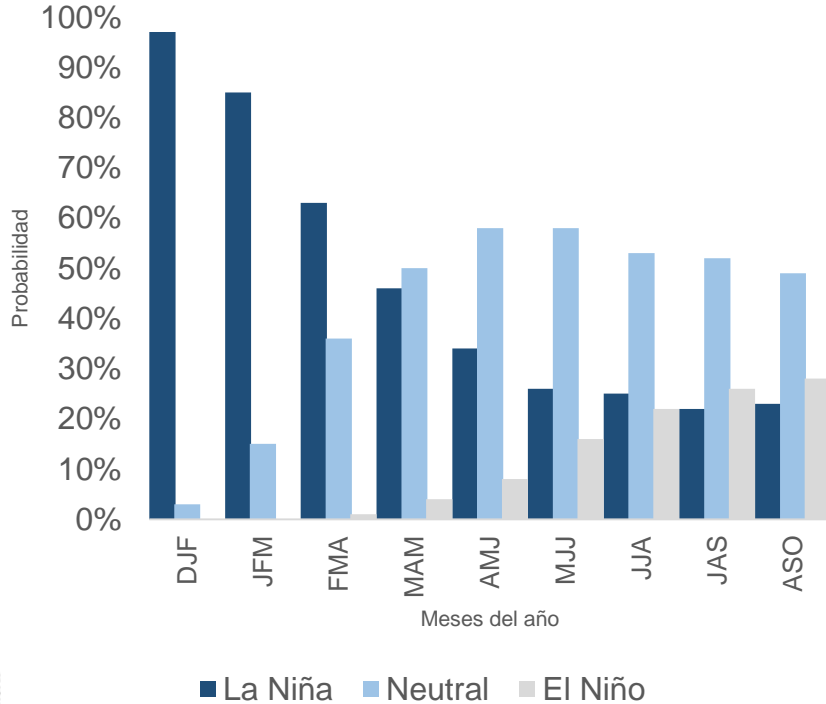


VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

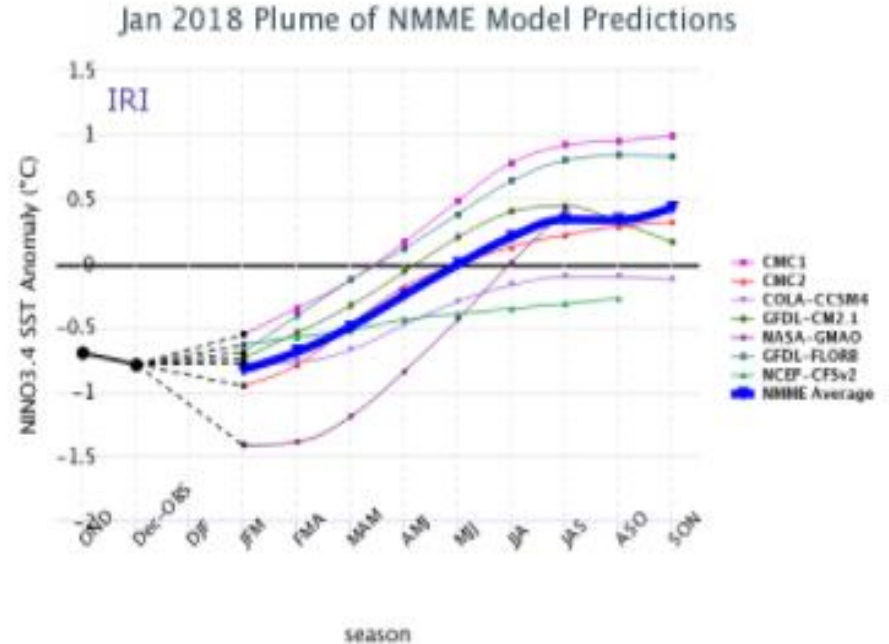
# El fenómeno de La Niña se comienza a debilitar

Probabilidad que se normalice el clima aumentó de 15% a 36% en último mes

**Proyección Probabilidad Fenómeno Niña y Niño 2018**



**Pronóstico de probabilidad oficial de ENSO 2018**



Según el Resumen mensual del estado de El Niño, La Niña y la Oscilación del Sur, o ENSO, basado en el índice NINO. La perspectiva oficial de CPC / IRI favorece la continuación de La Niña hasta mediados o finales de la primavera.

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	<a href="mailto:alejandro.pieschacon@casadebolsa.com.co">alejandro.pieschacon@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22685
Director Investigaciones	Juan David Ballén	<a href="mailto:juan.ballen@casadebolsa.com.co">juan.ballen@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22622
Estratega Renta Fija	Angela Pinzón	<a href="mailto:angela.pinzon@casadebolsa.com.co">angela.pinzon@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 23626
Analista Renta Fija	Lina Tatiana Cuéllar	<a href="mailto:lina.cuellar@casadebolsa.com.co">lina.cuellar@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22710
Estratega Acciones	Omar Suarez	<a href="mailto:omar.suarez@casadebolsa.com.co">omar.suarez@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22619
Analista Acciones	Roberto Paniagua	<a href="mailto:roberto.paniagua@casadebolsa.com.co">roberto.paniagua@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22703
Practicante	Raúl Moreno	<a href="mailto:raul.moreno@casadebolsa.com.co">raul.moreno@casadebolsa.com.co</a>	6062100 Ext 22602

# 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.