

15 de Abril de 2010

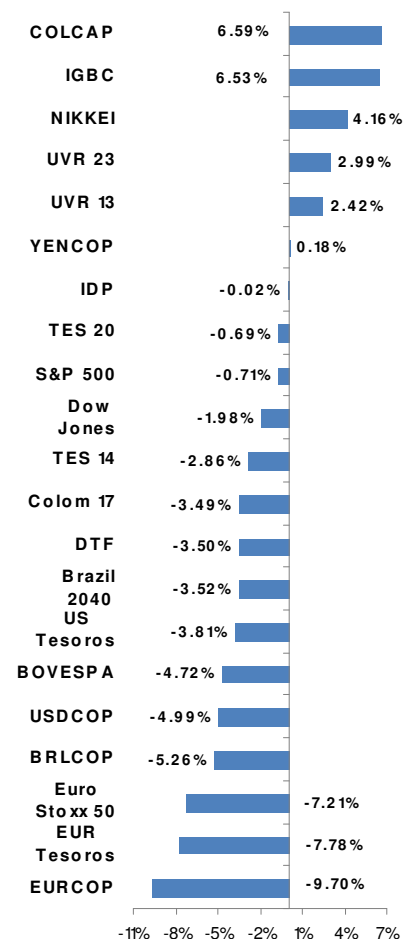
INVESTIGACIONES & ESTRATEGIA

El 2010, plantea retos importantes en la búsqueda de rentabilidad para las inversiones y estos tres primeros meses han sido claros en ese sentido. Tanto en el mercado local como en el global, uno de los principales factores de incertidumbre será la forma en la que los estímulos monetarios vuelvan a la normalidad. De esta manera, las estimaciones del proceso inflacionario que se avecina, tanto en Colombia como en el resto de las economías, y del consecuente ajuste de la política monetaria de los bancos centrales será todo un reto para analistas e inversionistas.

En este primer *VIEWS*, para Abril y Mayo, nuestra economista Luisa Gutierrez presenta las expectativas fundamentales que tenemos en **CASA DE BOLSA** en términos de Política Fiscal y Monetaria. Luego presentamos un análisis que justifica nuestro *view* comprador en TES TF. Un desfase en el *timing* y en el *overshooting* asociado al ajuste de la política monetaria nos lleva a sobreponderar los TES TF como alternativa de inversión. Mario Montoya, nuestro estructurador en renta variable, nos da luces sobre la situación actual del mercado de acciones local: Crudo y Gas, Energético y *Holdings*, los sectores con más valor. Esperamos así seguir contribuyendo a dar luces al momento de invertir.

Nicolás Mayorga
VP Inversiones

Retornos Año Corrido hasta el
13 de Abril de 2010. (% en COP)



Aunque la información contenida en este documento se presume confiable Casa de Bolsa S.A. no garantiza que sea completa o totalmente precisa. Casa de Bolsa S.A. tiene o puede tener inversiones en los activos que aparecen en este documento, en este sentido los inversionistas deben ser conscientes que la firma puede tener conflictos de interés que pueden afectar la objetividad del mismo. La información contenida en el presente documento fue preparada sin considerar los objetivos de los inversionistas, su situación financiera o necesidades individuales. Ver en la Página 8 los descargos adicionales.

Fundamentales

Política Fiscal

Casa de Bolsa considera que el Gobierno cumplirá con la meta de déficit fiscal de 4.5% del PIB. Inclusive, dados los supuestos pesimistas del Gobierno sobre el crecimiento de los ingresos y el precio del petróleo, creemos que el resultado fiscal puede ser mejor.

Luisa F. Gutierrez
Economista
6062100 Ext. 22604
lgutierrez@casadebolsa.com.co

En materia fiscal, sin ser Colombia la excepción, los gobiernos a nivel global llevaron a cabo una política anticíclica desde finales de 2008 para amortiguar los efectos de la crisis global. El gobierno central de forma responsable aumentó al máximo el nivel de gasto pese a la disminución de los ingresos en términos del PIB. Esto se reflejó en un aumento del déficit fiscal del Gobierno Nacional Central-GNC y del Sector Público Consolidado-SPC en 2009, registrando 4.2% y 2.8% como porcentaje del PIB respectivamente.

Con el objetivo de impulsar las obras de infraestructura, garantizar el financiamiento externo, facilitar el financiamiento interno de la actividad productiva, proteger el desempleo y costear los gastos de funcionamiento, el balance primario del GNC paso de 0.9% en 2008 a -1.1% en 2009, como porcentaje del PIB. Cabe resaltar que los esfuerzos realizados por el gobierno en los últimos años, previos a la crisis, para disminuir el peso de la deuda tanto interna como externa sobre el PIB y mejorar la estructura de amortización, han sido suficientes para no despertar desconfianza en los inversionistas sobre posibles incumplimientos en el pago de la deuda.

Según el plan financiero para 2010, los ingresos públicos totalizarán \$74.2 billones equivalentes a una reducción de 3.7% frente a los ingresos obtenidos en 2009. El mayor impacto podría provenir de una caída del recaudo como participación del PIB a niveles de 12%, puesto que implicaría faltantes superiores a \$3 billones, aún con un crecimiento económico superior a 2.5%. Los egresos públicos totalizarán \$97.8 billones, un factor negativo es el incremento en el pago de

intereses que luego de haberse estabilizado entre \$15.3 billones y \$15.9 billones entre 2007 y 2009, vuelve a aumentar a \$17.2 billones en 2010. El aplazamiento de gasto público por \$5.8 billones implica una fuerte desaceleración en el crecimiento de la demanda pública (consumo e inversión) que pasaría de crecer 7.1% en 2009 a solo 2.7% en 2010. Para que la demanda privada pueda compensar esta reducción debe pasar de crecer alrededor del -1.85% en 2009 a niveles de 2.4% en 2010.

Finalmente, como se observa en el Cuadro 1, en 2010 el déficit del GNC totalizaría \$23.6 billones, siendo superior en \$3.1 billones al registrado en 2009. Este déficit es equivalente al 4.5% del PIB, siendo el nivel más alto desde 2004 cuando el déficit del GNC se ubicó en 4.7% del PIB. Para tal fin, según lo muestra el Cuadro 2, el gobierno tiene contemplados como fuentes de financiamiento desembolsos de deuda externa por \$4.6 billones, desembolsos de deuda interna por \$26 billones (\$13 billones en subastas de TES), una caja inicial de \$7.2 billones de los cuales hay \$5.4 billones en moneda extranjera, producto del pre-financiamiento logrado en 2009, recursos por privatizaciones de \$4.4 billones (ISAGEN y electrificadoras regionales, \$3 y \$1billones) y otros ajustes por \$1.5 billones.

En Colombia el principal problema de las finanzas públicas se centra en la falta de avances estructurales importantes y en que permanecen totalmente atadas al ciclo económico internacional, restándole competitividad a la economía colombiana.

Casa de Bolsa espera que se cumplan las expectativas y el GNC logre un déficit fiscal como porcentaje del PIB de 4,5% para 2010. Inclusive dados los supuestos pesimistas del Gobierno respecto al crecimiento de los ingresos tributarios y al precio del petróleo (US\$60) es posible que el balance fiscal resulte mejor de lo esperado.

Cuadro 1: Balance Fiscal GNC

CONCEPTO	\$MM		%PIB		Cto. 2010/2009
	2009*	2010	2009*	2010	
Ingresos Totales	77.127	74.252	15,6	14,3	-3,7
Tributarios	65.206	65.683	13,2	12,7	0,7
No Tributarios	453	408	0,1	0,1	-9,9
Fondos Especiales	1.050	1.332	0,2	0,3	26,8
Recursos de Capital	10.401	6.812	2,1	1,3	-34,5
Alcutoas	17	17	0,0	0,0	0,0
Gastos Totales	97.600	97.837	19,8	18,9	0,2
Intereses	15.280	17.175	3,1	3,3	12,4
Funcionamiento**	71.170	72.486	14,4	14,0	1,8
Servicios personales	10.843	11.482	2,2	2,2	5,9
Transferencias	56.432	56.514	11,4	10,9	0,1
Gastos Generales	3.894	4.490	0,8	0,9	15,3
Inversión**	10.983	7.835	2,2	1,5	-28,7
Préstamo neto	168	341	0,0	0,1	103,3
Déficit	-20.473	-23.585	-4,1	-4,5	15,2
CRSF	1.117	499	0,2	0,1	-55,4
Déficit a financiar	-21.590	-24.084	-4,4	-4,6	11,6
Balance Primario	-5.193	-6.410	-1,1	-1,2	23,4

* Cifras preliminares.
** Gastos de Funcionamiento e Inversión incluyen pagos y deuda flotante.
Fuente: DGP – Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Cuadro 2: Fuentes y Usos GNC

Fuentes	\$ MM	44.183	Usos	\$ MM	44.183
Desembolsos		30.858	Déficit		24.884
Externos (USD 2.250 mil)	4.609		Del cual, Intereses externos (USD 2.050 mil)	4.199	
Bonos (USD 602 mil)	1.024		Del cual, Intereses internos	11.970	
Multilaterales y Otros (USD 1.700 mil)	3.585				
Internos	26.049		Amortizaciones		17.841
TES	26.033		Externas (USD 1.643 mil)	3.365	
Convenidas	6.500		Internas	14.476	
Subastas	13.033				
Forzosas	6.500		Operaciones de Tesorería		1.392
Sentencias	-				
Otros	16		Disponibilidad Final		876
Deuda Flotante		1.142			
Ajustes por Causación		447			
Utilidades Banco Republica		-			
Disponibilidad inicial		7.207			
En dolares (USD 2.814 mil)	5.365				
Pre-financiamiento (USD 2.000 mil)	4.097				
Otros (USD 614 mil)	1.413				
En pesos	1.852				
Otros		4.740			
Otros	340				
Privatizaciones	4.400				

Fuente: DGP – Ministerio de Hacienda y Crédito Público

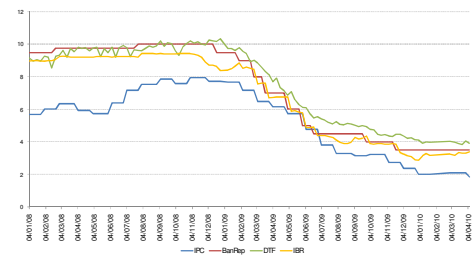
Política Monetaria

Al observar el comportamiento de la inflación en el primer trimestre Casa de Bolsa decidió ajustar a 3.06% la estimación de inflación para 2010, inicialmente ubicada en 3.91%. Los incrementos en los precios de los alimentos básicos por los efectos del Fenómeno del Niño han sido moderados y la variación acumulada de los alimentos procesados, cárnicos y comidas fuera del hogar, se encuentra por debajo de lo observado en los últimos años. El Banco de la República mantendrá su tasa de intervención en 3.5% durante el año 2010 y comenzará la normalización monetaria en 2011, sin fuertes movimientos alcanzando un máximo de 4.5%, en primera instancia.

Una vez materializados los efectos de la crisis global el Banco de la República flexibilizó su postura e implementó una política monetaria expansiva con el fin de contribuir a la reactivación económica y a la estabilización del sistema financiero. En este contexto y dada la ausencia de presiones inflacionarias, entre noviembre de 2008 y noviembre de 2009, el Banco Central redujo su tasa de intervención en 650 puntos básicos, desde el 10% hasta 3,5% (Ver Gráfico 1).

Al finalizar el año 2009 con una inflación anual de 2%, mínimo histórico, los analistas e inversionistas esperaba un repunte importante de los precios, en especial en el primer trimestre de 2010, explicado principalmente por los efectos del Fenómeno del Niño sobre los precios de los alimentos. El IPC de alimentos registró una variación acumulada de 2.53% en el primer trimestre de 2010, siendo superior al 1.86% acumulado durante el mismo lapso del año anterior, pero ubicándose por debajo del promedio de 4.43% de los últimos diez años. Este comportamiento se generó principalmente porque el alza en los precios de los alimentos básicos, efecto de las condiciones climáticas, fue inferior a lo estimado por el mercado y los subgrupos que están más relacionados con la demanda y tienen mayor peso dentro del IPC de alimentos, como los cárnicos y las comidas fuera del

Gráfico 1:
Tasas BanRep, IPC, DTF e IBR



hogar, mostraron variaciones inferiores a las del mismo periodo del año pasado.

En la inflación sin alimentos se observa un marcado patrón desinflacionario en el componente de transables y no transables. La inflación de transables mantiene una tendencia bajista desde julio de 2009 al pasar de niveles de 2.97% a 0.27% en marzo de 2010, hecho que es compatible con el comportamiento de la tasa de cambio. La inflación de no transables que venía mostrando una tendencia moderadamente bajista, se aceleró en septiembre de 2008 y pasó de 4.76% a 3.78% en marzo de 2010, el nivel más bajo desde septiembre de 2003. El único componente que ha generado presiones alcistas en la inflación sin alimentos es la inflación de regulados, debido al incremento en los precios de los combustibles y del transporte, siendo estos rubros las principales amenazas para lo que resta del año 2010.

Es así, como el descenso observado en la inflación 12 meses al cierre del primer trimestre (de 2.0% a 1.84%) y la baja inflación acumulada en el mismo periodo (1,77%) es, principalmente, consecuencia de presiones inflacionarias muy moderadas y poco marcadas de los componentes del IPC originados en la demanda agregada (Ver Gráfico 2).

Para 2010 y los años subsiguientes, la inflación debería ser significativamente menor a la observada durante 2008, pues la economía global continuará con grandes obstáculos para retomar los niveles de crecimiento económico observados dos o tres años atrás, haciendo que la brecha del producto continúe negativa hasta que la recuperación de la demanda interna y externa tome fuerza y se presente un cambio evidente de tendencia (Ver Gráfico 3). Adicionalmente el alto desempleo observado en la mayoría de las economías, el exceso de inversión en economías como China y la menor dinámica esperada del sistema financiero por los cambios que se avecinan en la regulación, son factores que contribuirán a mantener la inflación global bajo control, a pesar de que no sean descartables burbujas en precios de activos (finca raíz, petróleo).

Casa de Bolsa considera que la inflación en 2010 cerrará en 3.06% y por lo tanto estará controlada

Gráfico 2:
IPC 12 meses Colombia

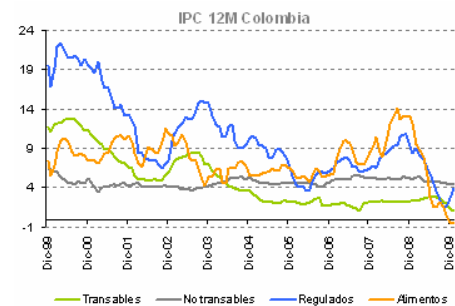
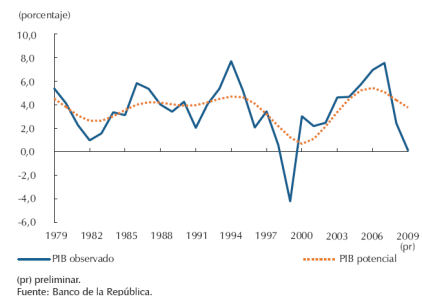


Gráfico 3:
Brecha del Producto



dentro del rango meta de 2% a 4% no solamente en 2010 sino muy probablemente en los años venideros. Consideramos además, que el Banco de la República mantendrá la tasa de intervención en 3.5% hasta finalizar el año, para comenzar en 2011 el ciclo alcista de tasa de interés sin fuertes movimientos para alcanzar niveles de 4.5%. Claro está, que dada la coyuntura actual de inflación el Banco de la República podría realizar recortes adicionales a la tasa de interés. ¿Es posible que lo haga? ¿Que tanto efecto sobre la recuperación económica tendría una política monetaria aún mas expansiva? ¿Le preocuparía al Banco de la República la pérdida de confianza en la política monetaria?.

Renta Fija

Seguimos manteniendo nuestro sesgo comprador en TES Tasa Fija de la parte media y larga de la curva. El movimiento alcista de las tasas de interés de finales de noviembre terminó en un *overshooting*. Los principales argumentos del mercado para ese entonces fueron: 1) El fin del ciclo de relajación de la política monetaria del BanRep, 2) El deterioro en las cuentas fiscales del gobierno y la consecuente necesidad de incrementar la oferta de TES y 3) Las expectativas alcistas sobre el ritmo de incremento en los precios derivado del impacto del fenómeno climático del Niño. Ninguno de los tres argumentos pudo justificar por más de un mes unas tasas de interés excesivamente elevadas.

3) El último dato de inflación (1.84% yoy) terminó con el argumento más poderoso para la desvalorización de los TES TF. Como lo mencionamos en nuestro *view* fundamental, el efecto del Fenómeno del Niño no se materializó y por el contrario, el choque de desinflación continúa muy vigente. A hoy la inflación ha caído un 77% al compararla con el máximo del último ciclo de inflación, impacto mucho más fuerte que el recibido por la variable (65%) en la crisis de finales de los 90. La inflación en Colombia parece haber entrado ineluctablemente en un nuevo equilibrio enmarcado por el rango de largo plazo del BanRep [2% a 4%].

Nicolás Mayorga
VP Inversiones
6062100 Ext. 22724
nmayorga@casadebolsa.com.co

2) El argumento del deterioro de la deuda local colombiana vía un aumento en el nivel de endeudamiento resulta bastante contradictorio con los movimientos de mercado: los TES UVR se valorizaron 100 Pbs. mientras que los TES TF perdieron 127 Pbs., variación promedio para las referencias líquidas. Resulta claro que las expectativas de los agentes estaban asociadas más a un problema de indexación que a un tema de riesgo crediticio.

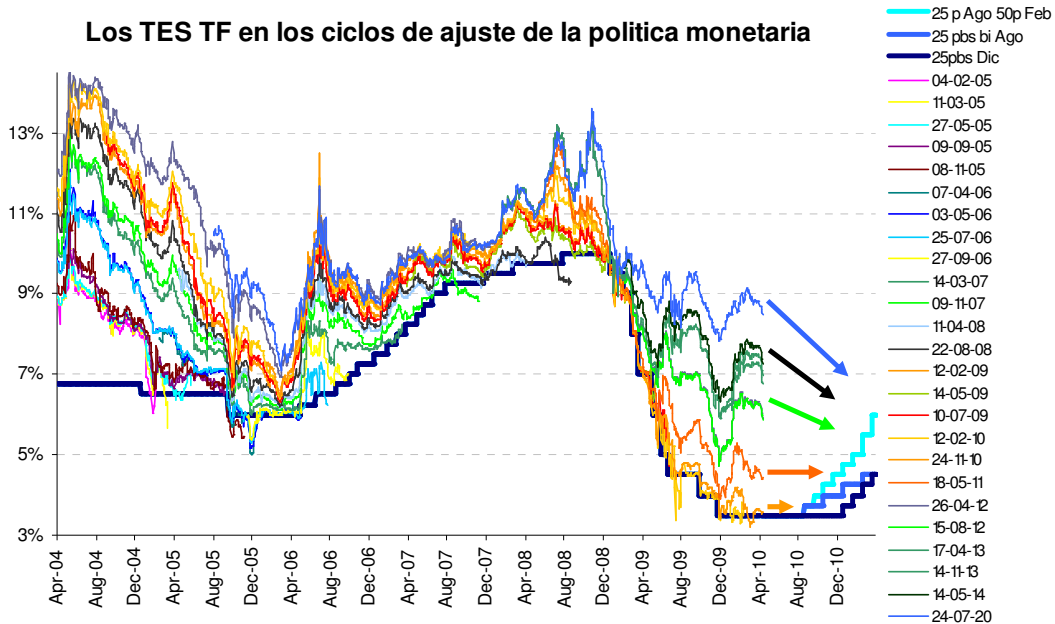
1) En general, los ciclos de ajuste de la política monetaria implican un *overshooting* de las tasas de interés, fenómeno asociado al ajuste de las expectativas del mercado sobre el nivel objetivo de la tasa de referencia del Banco Central. Dos componentes explican nuestro *view* comprador asociado al ajuste de la política monetaria: el *timing* y el nivel de *overshooting*.

Timing: En esta ocasión, el mercado pareció haber olvidado que el fin del ciclo de relajación de la política monetaria no implica necesariamente que el ciclo de ajuste deba continuar de manera inmediata. En el último ciclo de ajuste las tasas de interés de los TES TF comenzaron a descontar el incremento en la tasa del BanRep 6 meses después de la última reducción y 2 meses antes del primer aumento. En la situación actual el comienzo del ciclo ascendente de los TES TF comenzó solamente tres días después de que el BanRep llevara su tasa de intervención al 3.50% y en ese momento (finales de noviembre de 2009) los analistas esperaban el primer aumento alrededor de junio de 2010, i.e. 7 meses después. Es decir, el mercado anticipó demasiado el ciclo de ajuste.

Overshooting: En el ciclo de ajuste de 2006-2007 el *overshooting* de los TES TF los llevó a una desvalorización de 500 pbs. mientras que en el episodio Noviembre 2009 – Febrero 2010 se desvalorizaron “solamente” 100 pbs. Sin embargo, en ese entonces, veíamos una curva de rendimientos plana (93 pbs. *Spread* 2y-14y) y en niveles de interés reales mínimos (2.80%, TESTF2020), lo que ofrecía un

espacio muy grande de ajuste. En la coyuntura de Noviembre de 2009 tanto la tasa de interés real (5%, TESTF2020) como la curva de rendimientos (389 pbs. *Spread 2y-14y*) estaban en máximos históricos, lo que explica que la desvalorización fuera más moderada en términos absolutos pero similar en términos relativos.

Así como lo hicieron en 2006-2007, luego del *overshooting* los TES TF tendrán que converger ineludiblemente hacia la tasa de intervención objetivo del BanRep (Ver Gráfico). Esta convergencia depende entonces de las expectativas de los agentes sobre este nivel objetivo, e incluso en un escenario de fuerte recuperación (que no es el actual) la convergencia implica valorizaciones importantes en los TES TF de la parte media y larga de la curva.



Renta Variable

Casa de Bolsa considera que los sectores de Crudo y Gas, Energético y los Holdings de Inversión, podrían potencializar el valor de los portafolios en el 2.010.

Mario Montoya
Asesor de Inversiones
6062100 Ext. 22640
mmontoya@casadebolsa.com.co

El avance presentado por el mercado local durante el último año, ha permitido que quienes hemos estado viviendo la historia reciente de la bolsa colombiana, saquemos conclusiones sólidas para tomar decisiones. Y aunque el mercado de valores colombiano tiene 80 años de historia, la integración de las bolsas regionales, sólo se hizo posible en julio del 2.001. Los nueve años de vida de la Bolsa de Valores de Colombia, se han desarrollado en medio de crisis locales y extranjeras. Ahora que la recuperación económica parece estar reactivándose, gran parte de los inversionistas se mantienen a la defensiva con sus posiciones, sin pensar por un segundo que el escenario en el que se mueven hoy, difiere bastante del que veíamos unos pocos años atrás.

Para saber hacia donde queremos llegar en el futuro, es necesario enumerar año por año, los principales hechos ocurridos, por lo menos, en el último cuatrienio:

AÑO	HECHO RELEVANTE
2006	- Derrumbe de los precios de las acciones por un exceso en el apalancamiento local, llevando al índice a retroceder cerca de un 50%.
2007	- 4 emisiones primarias de acciones (Grupo Aval, Isagen, Ecopetrol y Banco de Crédito), en medio del nerviosismo por la política monetaria. - Estalla la crisis hipotecaria.

2008	<ul style="list-style-type: none"> - Colapso de varias entidades financieras a nivel mundial. - Política monetaria expansiva por parte de la mayoría de los bancos centrales del mundo. - Desvalorizaciones en todas las plazas bursátiles.
2009	<ul style="list-style-type: none"> - Caída generalizada de la economía. - Tasas de interés de intervención en mínimos históricos. - Crece el apetito por los activos de mayor riesgo.

La decisión que tomen los inversionistas, debe estar ubicada en el contexto actual de la economía mundial. La recuperación se viene dando de manera discreta y lenta. Debemos tener en cuenta que el pilar de la recuperación es la generación de nuevos puestos de trabajo y por lo menos en Estados Unidos, el desempleo dejó de crecer. Los índices norteamericanos, siempre han sido el referente de los agentes locales a la hora de tomar posiciones.

Es cierto que los precios de las acciones están en niveles históricamente altos, pero hay que tener en cuenta que las compañías tienen un mayor valor hoy, que hace cuatro años cuando estábamos dentro de una burbuja especulativa local.

Para nosotros la estrategia debe sustentarse en una buena selección de activos: aquellos que faltan por avanzar a la par con el rally y sobre todo, los que reflejen una dinámica operacional que anticipe unos buenos dividendos para el año que viene. En ese orden de ideas, los actuales precios del crudo, que son superiores a los observados el año anterior, permitirán que los ingresos de las empresas del sector aumenten entre un 20% y 30%. Por otra parte, las compañías del sector energético se beneficiarán con la recuperación del nivel de los embalses, ya que los gastos

operacionales para poner en marcha las plantas de generación térmica disminuirían de manera considerable. También creemos que los portafolios de inversión (holding) seguirán consolidando sus movimientos estratégicos durante los próximos meses. Hasta hace un par de años, la bolsa colombiana dependía de la volatilidad de Ecopetrol, dada la participación que tenía dentro de la canasta que llegó a superar el 50%. Hoy las cosas son diferentes. Una canasta mejor distribuida, con un avance en la participación de aquellas acciones que ocupaban puestos destacados antes de la entrada de la petrolera a la bolsa. Tenemos que acostumbrarnos a ver al índice local muy cerca de los 12.000 puntos, nivel impensable en otra época, pero que sigue siendo bajo para las expectativas de los inversionistas.

Disclosure

Aunque la información contenida en este documento se presume confiable Casa de Bolsa S.A. no garantiza que sea completa o totalmente precisa. 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. Todas las estimaciones y opiniones incluidas en este documento se presentan a la fecha del documento y pueden cambiar sin previo aviso. Ninguna parte de la información contenida en el presente documento puede ser considerada como una asesoría, recomendación u opinión acerca de inversiones, la compra o venta de instrumentos financieros o la confirmación para cualquier transacción, de modo que, este documento se distribuye únicamente con propósitos informativos, y las interpretaciones y/o decisiones que se tomen con base en este documento no son responsabilidad de Casa de Bolsa S.A. Este documento es confidencial y esta dirigido únicamente a los destinatarios. Si usted no es un destinatario, o ha recibido este documento por error, por favor notifíquelo al remitente de inmediato, elimínelo de su sistema y no copie, reproduzca y/o distribuya ninguna parte del documento.