



MACRO

**INFORME TRIMESTRAL:
RECUPERACIÓN DE LA ECONOMÍA EN 2010**

- La recuperación será desigual en 2010. Esperamos recuperación de la economía de los Estados Unidos, rezagos en el crecimiento en Europa por los efectos en España, Portugal y Grecia y un muy buen desempeño de las economías emergentes.
- La inflación no será un problema para las economías desarrolladas. Sin embargo, la dinámica de crecimiento, la demanda de bienes básicos y de activos financieros puede generar presiones inflacionarias en las economías emergentes.
- En el 2010 esperamos que se inicie la fase de restricción monetaria en los Estados Unidos y en algunos países de Latinoamérica. Sin embargo, mientras los incrementos en América Latina pueden adelantarse a partir del segundo semestre, en los Estados Unidos tomará hasta finales de 2010.

Índice

I.	Introducción: El origen de la crisis	1
II.	Crecimiento económico: El impacto de la crisis en Colombia	4
III.	Inflación, política monetaria y política fiscal	4
IV.	Mercados	5
V.	Proyecciones	8

I. Introducción: El origen de la crisis

Las bajas tasas de interés en la época de Alan Greenspan (expresidente de la Reserva Federal), la falta de regulación y vigilancia por parte de las autoridades, junto con excesos por parte de las entidades financieras y de algunos consumidores, probablemente ayudaron a crear al cierre de la década uno de los “cócteles” más peligrosos de la historia para la economía de los Estados Unidos.

A comienzos de 2006, Alan Greenspan dejó la Reserva Federal de los Estados Unidos y fue sucedido por Ben Bernanke un académico experto de la Gran Depresión de los años treinta, crisis que algunos analistas asemejaban a la registrada desde finales de 2008. La intervención de Bernanke fue sobresaliente, en la medida que empleó la mayoría de herramientas disponibles y otras poco ortodoxas para contener el “terror” de los agentes de la economía. Lo anterior le representó ser el hombre del año 2009 según la revista Time.

Hoy la economía mundial está reaccionando y posiblemente registrará crecimiento en 2010. No obstante, las cifras evidencian que el crecimiento será desigual. La economía europea está rezagada y con graves problemas en Grecia, España y Portugal, que generan tensiones y están llevando al límite a la Unión Europea. La economía de los Estados Unidos muestra un mejor desempeño en la industria y en el sector inmobiliario, pero existen todavía dudas en la recuperación del consumo de los hogares. Por otra parte, las

**Departamento de Investigaciones
Económicas****Corredores Asociados**

Teléfono: + (571) 312 3300

Dirección CRA 7 No. 71-52 Torre B Piso 16
Bogotá - Colombia

Julián Cárdenas

Gerente

jcardenas@corredores.com

Teléfono: 057 1 312 3300 Ext. 173

Cel. 057-3115339182

economías emergentes se perfilan como las de mayor crecimiento en 2010 debido al fuerte impulso de economías como China e India que demandaran gran parte de los insumos

2010: Dejando la recesión atrás

Tradicionalmente los Estados Unidos ha sido uno de los socios comerciales más importantes para Colombia, la inversión extranjera procedente de este país ha mantenido el primer puesto dentro de los países que han invertido en Colombia, los viajeros de nacionalidad estadounidense han representado en los últimos años una participación cercana al 25% y hoy existen diversos proyectos entre las dos economías para el 2010.

La crisis financiera de los últimos dos años impactó indirectamente a la economía colombiana vía menor comercio, restricción en el flujo financiero y en el sector real. Hoy en un proceso de recuperación, la estrecha relación con los Estados Unidos puede beneficiar a Colombia. Es una realidad, Colombia está en la zona del dólar, los intereses entre las dos economías son evidentes y los movimientos de la economía estadounidense tienen una respuesta en Colombia.

Por lo anterior junto con otros factores, es importante ver en detalle la evolución de las cifras económicas y las expectativas para la economía más grande del mundo en 2010. En los Estados Unidos, gracias a las medidas extraordinarias y al agresivo recorte de tasas de interés, a finales de 2010 el ritmo de destrucción de empleo empezó a ser menor, algunas industrias prendieron las máquinas y los consumidores empezaron a confiar que lo más grave de la crisis había quedado atrás.

Sin embargo, se debe tener en cuenta que la economía norteamericana se está reinventando después de esta crisis única en la historia y que las señales de recuperación son aún poco vigorosas comparadas con los períodos que sucedieron recesiones anteriores.

El panorama de los Estados Unidos

Producto Interno Bruto

Al cierre de 2009, la economía de los Estados Unidos mostró que está emergiendo de la recesión. En el tercer trimestre, la variación del Producto Interno Bruto (PIB) registró un incremento de 2.2% después de 4 trimestres consecutivos de variación negativa, superior a lo registrado en el trimestre inmediatamente anterior (-0.7%) y a lo observado en el mismo trimestre de 2008 (-2.7%).

Adicionalmente, la expectativa de crecimiento para 2010 en los Estados Unidos es favorable. Al cierre de 2009, el índice de indicadores líderes acumuló 6 meses consecutivos de incrementos después de 21 meses de contracción. La recuperación ha sido evidente en el sector manufacturero y en el sector de servicios, con incrementos en los índices contruidos por el Institute for Supply Management (ISM). El ISM manufacturero se ubicó en diciembre en 55.9 unidades, acumulando a diciembre de 2009, 5 meses consecutivos de incrementos y el ISM de servicios cerró el 2009 en expansión con 50.1 unidades.

Para el 2010, esperamos que el proceso de recuperación continúe y que el mundo crezca. Según el Fondo Monetario Internacional después de que el Producto Interno Bruto (PIB)

registre posiblemente una variación de -1% en 2009, el mundo podría crecer cerca de 3% en 2010, liderado principalmente por las economías emergentes que crecerían un 5.1%, entre las que se desataría China con un crecimiento de 9%. Europa seguirá rezagada y no está dentro de nuestras principales recomendaciones para 2010.

En este escenario es probable que la recuperación mundial no genere presiones inflacionarias que obliguen a las autoridades monetarias de las economías desarrolladas (Estados Unidos, Europa, Japón, entre otras) a cambiar drásticamente el escenario de tasas de interés debido en parte a los excesos de capacidad (desempleo) generados durante la crisis y al bajo costo del capital. Sin embargo, es probable que los precios en las economías emergentes suban más rápido de lo previsto por la mayor demanda de bienes básicos y de activos financieros, y por el fenómeno climático. Así, aunque la mayoría de bancos centrales de las economías en Latinoamérica son seguidores de las decisiones de tasas de interés de los Estados Unidos, podrían iniciar ligeramente antes políticas restrictivas, lo que a su vez generaría un atractivo para los capitales de economías desarrolladas en búsqueda de mayores rentabilidades.

Inflación y política monetaria

La desaceleración de la economía mundial presionó los precios de referencia de la economía a la baja. En promedio el Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue de -0.35% en términos anuales, cuando en 2008 había sido de 3.85%. Por otra parte, la inflación núcleo, que no incorpora la volatilidad de bienes de alimentos, ni de energía, cerró en promedio en 1.69%, cuando en 2008 el promedio de la medida anualizada había sido de 2.31%.

Puntualmente en diciembre de 2009, la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue de 2.7% en términos anuales, superior a lo registrado en diciembre de 2008 (0.1%). No obstante, la inflación núcleo, que no incorpora la volatilidad de algunos bienes de alimentos y energía, cerró el 2009 con una variación anual de 1.8%, igual al cierre de 2008.

La crisis financiera obligó a la Reserva Federal de los Estados Unidos a bajar las tasas de interés y a adelantar políticas monetarias expansionistas extraordinarias para evitar el colapso de la economía. Hoy la tasa de interés de intervención de la Reserva Federal se ubica en un rango entre 0% y 0.25%, el nivel más bajo de la historia y el balance contable del banco central acumula más de 2 trillones de dólares, cuando a mediados de 2008 era cercano a los 500 billones de dólares.

Hoy la economía el deterioro en el empleo de los Estados Unidos, obliga a las autoridades monetarias a mantener las ayudas para estimular la economía. Lo anterior podría generar un impulso adicional en el mercado accionario debido a las señales de recuperación y al menor costo del endeudamiento. No obstante, este escenario podría prolongarse hasta finales del primer trimestre, cuando probablemente la “fiesta” estará por terminar y algunos desbalances serán evidentes. El amplio gasto fiscal y la política fiscal laxa no son sostenibles en el largo plazo y pueden traducirse en aumentos de impuestos e incrementos de tasas de interés.



II. Crecimiento económico: El impacto de la crisis en Colombia

En el tercer trimestre de 2009, el Producto Interno Bruto (PIB) de Colombia registró una variación de -0.2%, inferior a lo registrado en el mismo trimestre de 2008 (2.9%), acumulando cuatro trimestres consecutivos en terreno negativo. De tal forma, el crecimiento anualizado de la economía colombiana se ubicó cerca de -0.5%, por primera vez en contracción desde finales de los noventa.

La demanda interna mostró una caída más pronunciada que el PIB pasando de 4% en el tercer trimestre de 2008 a -3% en el tercer trimestre de 2009. Por el lado de la demanda, el consumo final registró un incremento de 1%, resultado de una variación de 4.7% del Gobierno y sin variación en los hogares. Por su parte, la inversión registró una variación de -10.7%, frente a lo registrado en el mismo trimestre de 2008 (12.6%). Con respecto al comercio, el impacto de las restricciones comerciales con Venezuela junto a la desaceleración de otros de nuestros socios comerciales, generaron una variación de -10% en las exportaciones, inferior a lo observado en el mismo trimestre de 2008 (3.4%). Adicionalmente, las importaciones cayeron en el tercer trimestre (-12.5%), lideradas principalmente por la contracción de la maquinaria y equipo (-19.9%) y la construcción y edificaciones (-19.2%).

Por el lado de la oferta, la desaceleración de la economía colombiana en el tercer trimestre estuvo liderada principalmente por la Industria Manufacturera (-5.8%), la cual acumuló cinco trimestres consecutivos de contracción. Además, se observó una caída en el sector Comercio (-4%), más pronunciado de lo observado en el mismo trimestre de 2008 (1.1%). Por otra parte, los grupos que ayudaron a contener la caída del PIB fueron; Explotación de minas y canteras (8.8%), Construcción (+13.7%) y en menor medida en el sector agropecuario (2%).

Empleo

La desaceleración de la economía se ha visto reflejada en una caída de demanda de trabajo en Colombia. El Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) publicó que en noviembre, la tasa de desempleo total nacional fue 11.1%, frente a lo registrado en el mismo mes de 2008 (10.8%). Para las 13 principales ciudades, la tasa de desempleo fue 12.1%, superior a lo observado en noviembre de 2008 (10.4%) y a lo esperado por el consenso de los analistas (11.9%).

III. Inflación, política monetaria y política fiscal

Inflación

El pasado 5 de enero el DANE publicó la cifra de inflación para el mes de diciembre. La variación mensual fue de 0.08%, inferior en 36 puntos porcentuales al dato de diciembre de 2008. Con esta variación la inflación cerró el año en 2%, inferior a lo registrado a finales de 2008 (7.67%), el nivel más bajo en 54 años. Los grupos que contribuyeron a la caída del indicador en el 2009 fueron principalmente alimentos (-0.32%) y transporte (0.33%). Adicionalmente, el grupo de vivienda alcanzó una variación anual de 4% en diciembre de 2009 frente a 6.65% de cierre de 2008.



Política monetaria

En el último trimestre, el Banco de la República siguió estimulando a la economía con recorte de tasas de interés. El pasado 20 de noviembre, el Emisor decidió bajar nuevamente las tasas de interés pasando de 4% a 3.5%, el nivel más bajo de la historia a pesar de que había dejado las tasas de interés inalteradas en la reunión de octubre. La razón principal para el nuevo recorte de tasas de interés, desde nuestro punto de vista, fue el deterioro de las relaciones comerciales con Venezuela.

Dado el escenario internacional, es probable que los precios en las economías emergentes como Colombia, suban más rápido de lo previsto por la mayor demanda de bienes básicos y de activos financieros, y por el fenómeno climático. Así, aunque la mayoría de bancos centrales de las economías en Latinoamérica son seguidores de las decisiones de tasas de interés de los Estados Unidos, podrían iniciar ligeramente antes políticas restrictivas, lo que a su vez generaría un atractivo para los capitales de economías desarrolladas en búsqueda de mayores rentabilidades. En Colombia esperamos que la inflación cierre el 2010 en 4.06%.

Política fiscal

El 2010 presenta una carga fiscal muy grande para el Gobierno que enfrenta vencimientos de TES por cerca de 17 billones de pesos. En este sentido, el Gobierno ha anunciado en su Plan Financiero un déficit fiscal esperado en 2010 de -4.5%, superior al observado en 2009 de -4.1%. El anuncio de un menor gasto público por cerca de 5.7 billones de pesos con el fin de garantizar la sostenibilidad fiscal de la Nación generó algo de pánico entre los inversionistas tenedores de la deuda pública. El reporte del Plan Financiero generó una mayor tranquilidad, a pesar de que para muchos las cuentas del Gobierno no son acordes con lo que pudiera ser un mayor déficit fiscal cercano al 5%.

El Gobierno anunció que parte de su financiamiento lo va a hacer emitiendo TES por un valor de 26 billones de pesos, de los cuales 13 billones de pesos se captarán a través de subastas al mercado, y la mitad restante a través de Operaciones Convenidas y Forzosas.

Así mismo, el Gobierno anunció un menor endeudamiento en el exterior, con tan solo 500 millones de dólares por colocar en bonos, y 1750 millones a través de deuda con Multilaterales.

No creemos que el Gobierno vaya a tener problemas con el pago de su deuda, simplemente de ser necesario, el Gobierno podría salir a emitir nuevos TES ó nueva deuda externa, lo que podría generar una amplia volatilidad nuevamente.

IV. Mercados

Mercado cambiario

En 2009, el peso colombiano se fortaleció cerca de 10% frente al dólar debido principalmente a la debilidad de la economía estadounidense, tras el impacto de una de las peores crisis de las últimas décadas. Sin embargo, la tasa de cambio del peso frente al dólar registró alta fluctuación a lo largo del año, pasando de un máximo de 2,611 pesos a comienzos de marzo debido a los temores de la crisis financiera internacional a 1,810 pesos a mediados de octubre en respuesta a las señales de recuperación de la economía mundial.



En el año se registraron algunos hechos que fueron relevantes para el mercado, que funcionaron como un detonante para la venta de dólares y eventualmente para debilidad de la divisa norteamericana. Entre estos se encuentran la publicación de buenos resultados financieros de Citigroup en abril, en un momento en el que el mercado solo esperaba más pérdidas y en septiembre cuando se observó el primer registro de expansión de la industria manufacturera después de 18 meses de contracción.

El primer trimestre del año fue uno de los más volátiles, lo cual vino acompañado con una devaluación del peso de 13%. El contagio de la crisis externa en el mercado local se vivió de manera plena durante los primeros meses del año, una vez se evidenció también una fuerte desaceleración de la economía local. La expectativa de menores flujos de inversión extranjera directa y de portafolio ingresando al país frente al buen desempeño observado un año atrás, sumado al posible deterioro del comercio exterior y a un efecto de aversión al riesgo que se evidenció en el débil comportamiento de los mercados de la región, generaron un cambio en las preferencias de inversión con un mayor apetito hacia la divisa norteamericana.

Pero una vez se observaron señales de recuperación en la economía estadounidense a través de un menor ritmo de pérdida de empleo, mayor confianza del consumidor, el resurgimiento de la industria, entre otras, el dólar comenzó a debilitarse nuevamente por la búsqueda de riesgo por parte de los inversionistas, principalmente en acciones. Lo anterior se explicó en parte a las ayudas extraordinarias adoptadas por los gobiernos a las diferentes economías, que desde principios de abril generó un descenso acelerado del tipo de cambio en Colombia, y para el mes de mayo ya se encontraba en los niveles de apertura del año (2,250 pesos).

A pesar de algo de volatilidad durante el mes de junio, la tasa de cambio continuó con su descenso y estuvo muy cerca de alcanzar los niveles de 1.800 pesos durante el mes de octubre. Las acciones tomadas por el Gobierno y por el Banco de la República para evitar un mayor fortalecimiento del peso colombiano generaron un incremento en la demanda por divisas, que llevó a una estabilización del dólar frente al peso alrededor de los 2040 pesos hasta finalizar el año. Adicionalmente, el deterioro de las relaciones con Venezuela contribuyó a debilitar la tasa de cambio por el grave efecto de las exportaciones, que a su vez tuvieron un impacto claro en el empleo y en la industria.

Para el 2010, esperamos fortaleza del dólar frente a las principales monedas del mundo. La tasa peso/dólar puede desvincularse del movimiento frente a las monedas fuertes (primer semestre). El peso colombiano puede fortalecerse por las monetizaciones del Gobierno, el ingreso de dólares de Inversión Extranjera Directa, Portafolio y recuperación de las remesas. Antes de mayo, la tasa peso/dólar puede registrar incrementos por la cobertura de algunos inversionistas a la espera de los resultados de las elecciones presidenciales.

Factores alcistas

- Inicio de incrementos en las tasas de interés en los Estados Unidos.
- Elecciones presidenciales en Colombia.
- Deterioro de las relaciones con Venezuela.
- Aumento de las importaciones.



Factores bajistas

- Incrementos de tasas de interés en Colombia antes de E.E.U.U.
- Influjo de dólares de Portafolio por el diferencial de tasas de interés y las expectativas de crecimiento.
- Influjo de dólares en IED (principalmente en Minería y petróleo).
- Recuperación de las remesas.
- Monetizaciones del Gobierno.

Mercado accionario

Para el 2010 la recomendación es ser más selectivos, balancear los portafolios hacia de sectores con buena expectativa como el minero-energético en economías emergentes por la posibilidad de una mayor demanda de insumos. En lo posible disminuir la exposición en otros sectores.

No obstante, se pueden analizar empresas diversificadas y con buena expectativa de crecimiento. Mientras las tasas de interés permanezcan en niveles bajos, especialmente en los títulos de largo plazo, puede favorecer la inversión de capital por parte de algunos sectores pro-cíclicos en EEUU, como lo son el sector tecnológico y de industria.

En Colombia, no se debe dejar de vista las acciones rezagadas con oportunidades de valorización (esperadas) tales como: Cemargos (+15.1%), GrupoSura (+14.6%) y Ecopetrol (+9.2%). Estimamos un escenario conservador de crecimiento del IGBC del 4.1% (12,076 puntos) respecto al último cierre de 2009.

Mercado de deuda pública

2009

El año anterior fue uno de los más favorables para los títulos de deuda pública local en muchos años. Las condiciones para que se presentara esta valorización de los instrumentos de renta fija fueron inmejorables, con una inflación cayendo de sus niveles máximos cerca de 8% hasta 2%, y una tasa del Banco de la República siendo recortada de 10% hasta 3.5%. La alta liquidez presente en el mercado generó que los inversionistas acudieran a demandar títulos del Gobierno de manera masiva, generando un rally o valorización de grandes proporciones.

Los títulos que más se favorecieron fueron los TES tasa fija de corto plazo, los cuales descontaron de manera proporcional y directa los recortes de tasas del Banco de la República con una caída cercana a los 650 puntos básicos en la tasa. La curva de rendimientos presentó un empinamiento debido a la mayor valorización de los títulos de la parte corta y media de la curva frente a los TES de largo plazo.

En los últimos meses del año, se observaron algunas correcciones y ventas de TES como consecuencia de la incertidumbre fiscal para 2010. En este sentido, algo de la valorización observada en el año se revirtió.

2010

El inicio del año no ha sido el mejor para la deuda del Gobierno. Se observó una fuerte desvalorización para los TES de corto y mediano plazo. La expectativa de un incremento en



la inflación, sumado a un panorama fiscal para 2010 sin tanta claridad, motivó la toma de utilidades de muchos inversionistas. Nuestra expectativa es que con los incrementos en la inflación se puedan presentar los primeros incrementos de la tasa de intervención del Banco de la República. En este sentido, podemos ver cómo los títulos de deuda pública no van a tener tan buen comportamiento como el año anterior.

Consideramos que los TES UVR son la mejor alternativa bajo el escenario de mayor inflación, aunque no esperamos que los TES tasa fija tengan una mayor pérdida de valor frente a los niveles actuales.

IV. Proyecciones de Corredores Asociados

		2010	2011
Colombia			
PIB	PIB Real, % cambio	3.50%	5.00%
Inflación	YoY (%)	4.06%	4.60%
Tasa de Interés (DTF)	Fin de año, DTF 90 días e.a. (%)	4.90%	7.50%
Tasa Repo	Tasa lombarda - Subasta OMAS	5.00%	7.50%
Tasa de cambio	Fin de año, (COP/USD)	2,100	2,150



**Corredores Asociados
Departamento de investigaciones Económicas**

Macro y Renta Fija

Julián Cárdenas

Gerente

jcardenas@corredores.com
T: + (57)(1) 312 3300 Ext. 173

Francisco Chaves

Analista Renta Fija

fchaves@corredores.com
T: + (57)(1) 312 3300 Ext. 220

Mercado de capitales

Johanna Castro

Analista Senior

jcastro@corredores.com
T: + (57)(1) 312 3300 Ext. 114

Corredores Asociados S.A., is not responsible for the investment decisions that are made as derived from the information and the analysis presented in this document. Such decisions, their effects and consequences, will be the exclusive responsibility of the investor. The information published is informative and has been taken from reliable sources, but Corredores Asociados S.A. does not guarantee that they are free from error. Total or partial reproduction of this document is not allowed without the prior written and express authorization of Corredores Asociados S.A.