

¿DEUDA PRIVADA ATRACTIVA?

En marzo la deuda privada sufrió una desvalorización importante, al igual que lo ocurrido con la deuda pública interna. En efecto, la deuda privada exhibió un alza promedio que alcanzó 66 pb en la curva de rendimientos de los títulos indexados al IPC con calificación AAA, situación que ha llevado a que se generen nuevas oportunidades de inversión en algunos títulos de deuda privada. Esto, en la medida en que las condiciones que han explicado el alto apetito por ese tipo de inversiones se mantendrán en el corto plazo.

Adicional a la inquietud que reinó en los mercados financieros en abril, y que también se reflejó en alzas en los rendimientos de los bonos de deuda privada, hubo un factor que provocó una sobre-reacción que condujo a mayores desvalorizaciones en la renta fija privada que en la pública. La resolución 0211, publicada por la Superintendencia de Valores el 30 de marzo, introdujo cambios en el régimen de inversiones de las sociedades comisionistas de bolsa que impulsaron la venta de títulos de deuda privada. En síntesis, la nueva reglamentación impuso un límite de concentración por emisor, al establecer que las inversiones en uno solo de ellos no podrán exceder del 30% del valor del patrimonio técnico de estas entidades.

CORFINSURA **Investigaciones Económicas** **(574) 319 62 00**

Alejandro Piedrahíta B.
alpedra@corfinsura.com.co

Catalina Montoya H.
camontoy@corfinsura.com.co

German R. Verdugo R.
geverdug@corfinsura.com.co

Este tema fue factor de incertidumbre durante marzo, antes de conocerse específicamente la regulación. Sin embargo, cabe advertir que esta reglamentación comenzará a implementarse de manera gradual, según quedó consignado en el texto de la resolución. Allí se menciona que: “el porcentaje será del 50% a partir del 1 de abril de 2005 y hasta el 1 octubre de 2006, del 40% entre el 2 de octubre de 2006 y hasta el 1 de abril de 2007, y del 30% a partir del 2 de abril de 2007”. En consecuencia, los temores de un cambio súbito en los límites de concentración se deben diluir, permitiendo que se sostenga el apetito por emisiones de deuda privada ante las condiciones económicas locales favorables.

SUVALOR **Investigaciones Económicas** **(574) 430 60 00**

Juan Sebastián Maya A.
jsmaya@suvalor.com

María Clara Noreña L.
mcnorena@suvalor.com

Daniel Satizábal V.
dsatizabal@suvalor.com

Felipe Restrepo G.
frestrepo@suvalor.com

Los positivos resultados de crecimiento durante 2004 (3,96%), impulsado por el incremento de la inversión y un renovado impulso del consumo privado, generan expectativas favorables respecto a los emisores de deuda privada locales para el 2005. Así mismo, el descenso de la inflación en el primer trimestre del año (de 5,50% a 5,03%) aumenta la probabilidad de que se mantenga una política monetaria holgada, con bajas tasas de interés y amplia liquidez, hecho que favorece las inversiones en renta fija. Entre tanto, los inversionistas institucionales, tales como los fondos de pensiones, seguirán interesados en diversificar sus portafolios para mitigar el riesgo emisor por tener la mayor parte de sus inversiones en deuda pública. Finalmente, teniendo en cuenta que una política monetaria holgada hoy se puede reflejar en mayores inflaciones en el largo plazo, las inversiones de larga duración en activos indexados al IPC se tornan atractivas para los inversionistas finales.

Por los factores anteriormente mencionados, y ante el desajuste que se observó el último mes en la curva de rendimientos de la deuda privada, en el corto plazo puede haber oportunidades de inversión en algunos títulos de este último mercado. En efecto, mientras que

la pendiente de la curva de deuda pública en el último mes tuvo un aumento de 46 pb (al pasar de 319 a 365 pb), en la curva de deuda privada el aumento fue de 87 pb (al pasar de 189 a 276 pb). Esto ha llevado a que las tasas de los títulos de largo plazo (2013 – 2016) se ubiquen por encima de la curva entre 10 y 20 pb, generando así oportunidades de valorización en ese tramo de la curva.

Adicionalmente, vale la pena destacar que en la nueva regulación se mantiene la exención a los límites de concentración para las inversiones en títulos garantizados por la Nación y para los títulos emitidos por entidades multilaterales de crédito. Lo anterior, en el mediano plazo, puede mantener una mayor demanda por emisiones como las realizadas por el Banco Mundial, la Corporación Andina de Fomento o la Corporación Financiera Internacional. No obstante, no se puede desconocer que la posibilidad de una desvalorización de los títulos de deuda pública, por los riesgos externos asociados a mayores tasas de interés en EE.UU, puede llevar a una depreciación en el mercado de deuda privada local. Sin embargo, tal situación vendría en respuesta a una tendencia más probable en el mediano plazo.

CONTENIDO

PANORAMA MACROECONÓMICO

1. **Estado de la Economía:** Buen crecimiento y sorprendente expansión del Consumo
3. **Indicadores de Precios:** En marzo, inflación cumple con la meta del Emisor
4. **Agregados monetarios:** Emisor conserva su política monetaria expansiva
5. **Tasas de interés:** La estabilidad preponderó en las tasas en el primer trimestre
6. **Mercado Cambiario:** Se agota tendencia bajista

MERCADO DE DEUDA PÚBLICA

6. **Deuda Pública Interna**
 - 6.1 **Mercado Secundario:** Primer trimestre finaliza en terreno negativo
 - 6.2 **Mercado Primario:** Tranquilidad por compra de reservas internacionales
7. **Deuda Pública Externa:** Caída y recuperación de la deuda colombiana
8. **Mercado Accionario:** Asambleas históricas agitan el mercado
9. **Mercados Internacionales: EE.UU:** Inversión y consumo dinamizan actividad económica

PANORAMA MACROECONÓMICO

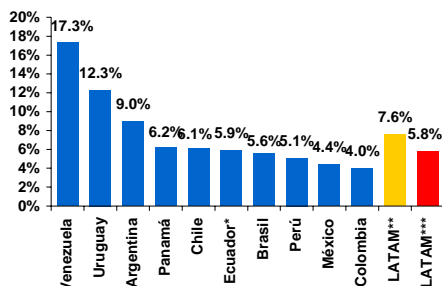
Crecimiento Económico Latinoamericano, 2004



1. ESTADO DE LA ECONOMÍA

Buen crecimiento y sorprendente expansión del Consumo

Marzo fue portador de buenas noticias para el país. Tras un mes de espera, el mercado conoció el dato de crecimiento económico en 2004. La cifra, 3,96% al incluir los cultivos ilícitos, fue muy bien recibida, pues superó las expectativas de los agentes y adicionalmente conserva la tendencia desde 2003 (4,02%). No obstante, al compararlo con Latinoamérica el resultado se ve empañado, pues Colombia fue uno de los países con menor desempeño en 2004.



Fuente: Credit Suisse First Boston, Dane, Cálculos CORFINSURA y SUVALOR

* Crecimiento estimado 2004.

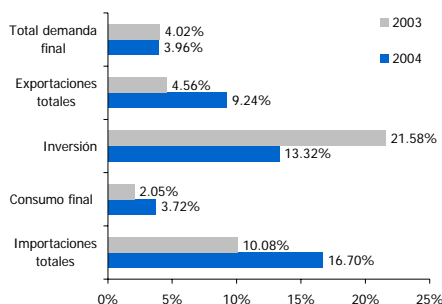
** Promedio Latinoamérica

*** Promedio sin Venezuela y Uruguay

Varios puntos merecen destacarse: En primer lugar, es cierto que el crecimiento trimestral superior al 4,0% se afianza en la economía colombiana ya que seis de los últimos ocho trimestres se ubican cerca de ese nivel. La variación del PIB en el último cuarto de 2004 fue de 4,28% al incluir los cultivos ilícitos. Sin embargo, es importante que la economía del país supere la barrera del 4,0% para alinearse con Latinoamérica; mejorar sus indicadores fiscales y consolidar la generación de cambios estructurales.

En segundo lugar, al evaluar el comportamiento sectorial se evidencia cómo todos registraron crecimientos positivos. Siete de los once sectores estimados presentaron variaciones superiores a la media: 3,96%. Sin embargo, los cuatro restantes se encuentran todavía bastante rezagados de ella, por lo que es necesario un mayor esfuerzo. Éste es el caso de Agropecuario, 2,1% y de Minas y Canteras, 2,8%, que ya empieza a dar síntomas de la reducción en la producción petrolera y que de todas formas exhibe un efecto estadístico, ya que en 2003 alcanzó tasas de hasta 22%.

Componentes del PIB por demanda

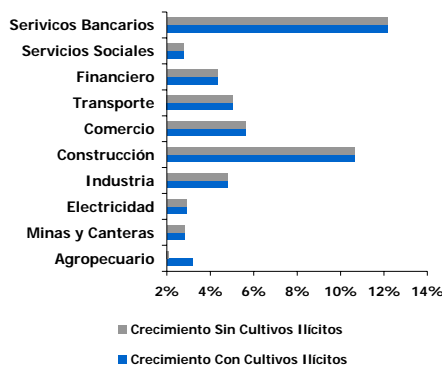


Fuente: Dane, Cálculos CORFINSURA y SUVALOR

Los servicios de intermediación financiera (incluye crecimiento fondos de pensiones) lideraron la expansión del PIB, 12,2% a lo largo de 2004 seguidos por la actividad constructora, 10,7%. Indiscutiblemente, la economía encontró en este último un buen motor. Sin embargo, la expansión de esta actividad empieza a menguarse y ya hay algunos brotes de desaceleración. Según lo informó el Dane, la aprobación de licencias de construcción se redujo 6,7% en el año y las obras de ingeniería civil, -17,2%. CORFINSURA y SUVALOR estiman que el *boom* de la construcción empezó a tocar su fin en 2004 y que este año se expandirá a un ritmo cercano al 5,0%.

En el cuarto trimestre de 2004 la medición del PIB por el lado de la demanda arrojó sorprendentes resultados, especialmente en el consumo. Durante todo el año, el crecimiento de esta variable estuvo muy en línea con el comportamiento del PIB al expandirse un 3,7% y superar el promedio desde 1995: 2,8%. Frente al 2003, la cifra de 2004 prácticamente lo dobla, siendo un buen síntoma de recuperación para la economía colombiana. El gasto privado fue el que más jalonó el consumo total al crecer un 3,87%, y aunque el público presentó un ligero rezago, 3,27%, su nivel fue sobresaliente frente a la variación de 2003: 0,62%. Definitivamente, éste es uno de los hechos importantes a resaltar, pues es fruto de la holgura monetaria implementada por el Banco de la República y de una mayor confianza de los consumidores.

Crecimiento sectorial 2004



Fuente: Dane, Cálculos CORFINSURA y SUVALOR

La inversión no satisfizo completamente a los agentes. Mientras en 2003 crecía a tasas de 21,6%, en 2004 se amplió al 13,3%. No obstante, ésta sigue siendo una de las variables líderes dentro de los componentes de la demanda e indispensable para que los niveles de crecimiento sean sostenibles en el tiempo (en 2004 esta representó el 19% del PIB, siendo el mayor nivel observado desde 1998). Finalmente, la revaluación del 14% registrada en 2004 dejó sus huellas en el comercio exterior. Al cierre del año, las importaciones colombianas se ampliaron a una tasa de 16,7% mientras que las exportaciones, 9,2%. Esta diferencia aportó negativamente a la demanda agregada y, de sostenerse, podría ser uno de los lunares, ya que la demanda por productos extranjeros podría desplazar la doméstica.

Finalmente, otros datos económicos también hablan sobre el desempeño de la economía al comienzo de 2005:

- En enero, la producción industrial creció un 1,96% respecto a diciembre de 2004 mientras que las ventas lo hicieron en 1,23%. El grupo de vehículos y automotores sigue liderando la producción del sector con variaciones mensuales de hasta de 72% para el caso de fabricación de otros tipos de equipos de transporte.
- Las ventas del comercio al por menor crecieron en enero al nivel más alto desde 2001: 8,67% respecto a diciembre de 2004.
- De los 16 grupos analizados por el Dane, 14 registraron variaciones positivas, lo que evidencia cómo la mayoría de estos sustentan el favorable desempeño del sector. Al excluir las ventas de vehículos, el sector alcanzó un crecimiento de 6,09%.
- En febrero, la tasa de desempleo nacional se ubicó en 14% con caída de 1,4% frente a la registrada en igual mes de 2004. Los ocupados, crecieron en 268 mil para el período de comparación mientras que los subempleados se redujeron en 173 mil. Para las trece ciudades, la tasa de desempleo fue de 15%, tras caer 1,0% frente al reportado en febrero de 2004.

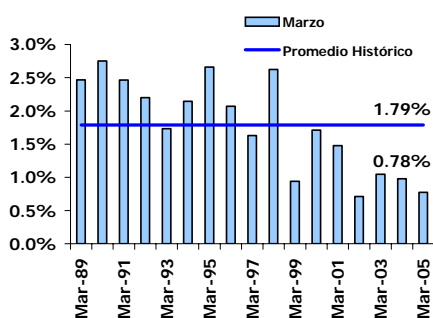
Expectativa

Abril será un mes con pocas noticias económicas. Sin embargo, los más recientes datos revelados por el Dane hablan muy bien de la manera en que empezó el 2005, pues por el lado de la industria y del comercio se marcan máximos históricos para los últimos cinco años. Adicionalmente, la tasa de desempleo de febrero se ubica en niveles del 14%, lo que representa una reducción frente a igual mes de 2004.

En 2004, el consumo adquirió una gran fuerza que se espera se mantenga este año, tanto por parte de las familias como del Gobierno. La holgura monetaria y bajas tasas de interés (que tocan mínimos históricos) alentarán la demanda doméstica y el hecho de entrar en la recta final del período presidencial colombiano estimulará el gasto público.

2. INDICADORES DE PRECIOS

Variación mensual IPC marzo 2005



Fuente: DANE, Cálculos CORFINSURA y SUVALOR

En marzo, inflación cumple con la meta del Emisor

Con una definida tendencia descendente se comporta la inflación en lo que va de 2005. Al cierre del primer trimestre, la reducción en el ritmo de incremento del costo de vida de los colombianos es de 0,47%, al ubicarse en 5,03% en términos anuales con datos a marzo. En los niveles actuales, la inflación es cómoda para el Banco de la República y le abre el margen de maniobra para el manejo de su política monetaria. Adicionalmente, vuelve más atractivas las inversiones en pesos al aumentar su rentabilidad real.

Desglosando la variación del IPC (Índice de Precios al Consumidor) en marzo, se destacan varios puntos. Al ubicarse en 0,77% en el tercer mes del año, el IPC toca el más bajo nivel para éste en los últimos tres años. Igualmente, la variación año corrido de 2,64% retrocede hasta los niveles de 1970 y la doce meses, 5,03% toca un mínimo desde 1962. Por supuesto, el favorable panorama inflacionario es otro aval más para el desempeño macroeconómico del país en 2005.

Variación Mensual Grupos IPC marzo 2005



Fuente: DANE y Banco de la República.

Variaciones Mensuales	Frente al mes anterior		
	Mar-05	Feb-05	Cambio (Pb)
Alimentos	1.26%	1.38%	-7
Vivienda	0.41%	0.66%	45
Vestuario	0.12%	0.03%	-8
Salud	1.15%	1.03%	44
Educación	0.71%	3.49%	346
Cultura y Esparcimiento	0.27%	0.47%	-4
Transporte	0.84%	0.79%	-49
Otros Gastos	0.46%	0.71%	-1
IPC Total	0.78%	1.02%	20
IPC Sin Alimentos	0.56%	0.87%	32

Fuente: DANE, Cálculos CORFINSURA y SUVALOR

Aludiendo específicamente al comportamiento de los rubros que conforman el IPC se destaca el descenso de los precios de Transporte. Al registrar una variación de sus precios de 0,83% en marzo, que deja el cambio anual en 7,06%, la caída frente a febrero es de 0,97%, sustentando en gran medida la reducción de la inflación doce meses, ya que este grupo tiene una ponderación de 13% dentro del IPC total. Igual fue el caso de Educación y Salud que registraron caídas, en términos anuales, de 0,58% y 0,44% frente al segundo mes de 2005. Sólo el grupo de Alimentos presentó un incremento en precios al situarse en 5,50% en marzo del presente año.

Variación Anual Grupos IPC marzo 2005

Variaciones Mensuales	Frente al mes anterior		
	Mar-05	Feb-05	Cambio (Pb)
Alimentos	5.50%	5.43%	7
Vivienda	4.57%	4.59%	-2
Vestuario	0.82%	1.14%	-32
Salud	6.32%	6.76%	-44
Educación	5.34%	5.92%	-58
Cultura y Esparcimiento	1.84%	2.04%	-20
Transporte	7.06%	8.03%	-97
Otros Gastos	3.93%	3.99%	-6
IPC Total	5.03%	5.25%	-22
IPC Sin Alimentos	4.82%	5.17%	-34

Fuente: DANE, Cálculos CORFINSURA y SUVALOR

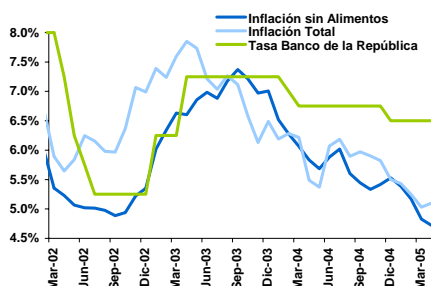
El comportamiento de la inflación sin alimentos es igualmente destacable. Por primera vez desde noviembre de 2002, esta variable cae por debajo del 5,0% para ubicarse en marzo en 4,82%. En este nivel acumula una baja de 0,34% frente a febrero de 2005 y de 0,70% en lo corrido del año. Naturalmente, ante una coyuntura en que la demanda no genera brotes inflacionarios, el Banco de la República puede reafirmar, en su próxima reunión del viernes 22 de abril, la preservación de la política monetaria holgada, a través de mantener la política de compra de dólares sin esterilización.

Finalmente, el Emisor anunció que el Índice de Precios al Productor (IPP) registró en marzo una variación de 1,1%, tras subir 0,6% respecto a igual valor en 2004. En lo que va del año, el IPP avanza un 2,5% y en los últimos doce meses: 4,9%. El incremento en los precios al productor estuvo asociado con el sector minero, cuyas cotizaciones crecieron 6,9% y superaron en 5,8% las mismas de marzo de 2004. No obstante el repunte de marzo, la variación anual del IPP se mantiene por debajo de la meta de inflación para 2005 (5,0%).

Expectativas

Para el cuarto mes del año, CORFINSURA y SUVALOR proyectan una ampliación de 0,52% en los precios al consumidor. Frente a

Inflación total, sin alimentos y alimentos



Fuente: DANE, Cálculos CORFINSURA y SUVALOR.

marzo este estimativo dejaría una reducción de 26 pb y, en términos anuales, al ubicarse en 5,10%, subiría 7 pb. En el mes, las principales variaciones en los rubros se registrarían por: Alimentos, 0,80% y Salud, 0,83%. Éste último grupo reflejaría un comportamiento estacional, pues normalmente en marzo y abril se hacen los ajustes en los precios. Por el lado de Transporte, también se registraría un descenso en las cotizaciones al ubicarse en 0,45%, 39 pb menos que en el mes anterior.

Proyección Mensual rubros IPC abril 2005

Variaciones Mensuales	Ponderación	Frente al mes anterior		
		Abr-05	Mar-05	Cambio (Pb)
Alimentos	29.51%	0.80%	1.26%	-46
Vivienda	29.41%	0.45%	0.41%	4
Vestuario	7.31%	0.08%	0.12%	-4
Salud	3.96%	0.83%	1.15%	-32
Educación	4.81%	0.00%	0.71%	-71
Cultura y Esparcimiento	3.60%	0.07%	0.27%	-20
Transporte	13.49%	0.45%	0.84%	-39
Otros Gastos	7.89%	0.48%	0.46%	2
IPC Total	100.00%	0.52%	0.78%	-26
IPC Sin Alimentos	70.49%	0.40%	0.56%	-16

Fuente: DANE, Cálculos CORFINSURA y SUVALOR.

Por el lado de la inflación sin alimentos se consolidarían las bajas en abril. La variación doce meses se ubicaría en 4,72%, exhibiendo una baja de 10 pb frente a marzo de 2005 y reflejando el positivo impacto que continuará teniendo la revaluación sobre la inflación en lo próximos meses. Estos niveles se convierten en un buen fundamento para que el Banco de la República conserve la laxitud monetaria en los próximos meses y la compra de dólares directa sin esterilizar la mayor liquidez.

3. AGREGADOS MONETARIOS

Emisor conserva su política monetaria expansiva

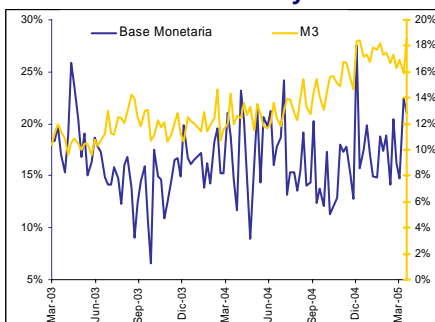
La holgura y estabilidad monetaria primó durante marzo. Por tercer mes consecutivo el mercado interbancario concluye con una amplia oferta de moneda legal. La demanda diaria promedio registrada en marzo de 2005 fue de \$869 mil millones, con una caída de cerca de 40% frente a febrero.

Agregado Monetario	Valor	Cambio Porcentual Anual	
		Mar-05	Feb-05
Oferta Monetaria (M1)	26,0	19,60%	13,06%
Base Monetaria (BM)	17,8	21,00%	20,45%
Efectivo	12,4	18,59%	16,45%
Oferta Monetaria Ampliada (M3)	99,5	18,54%	17,35%
Cartera Neta Sistema Financiero	59,1	13,39%	11,29%

Fuente: Banco de la República. Cifras en billones de pesos.
*Cifras parciales a Mar 18. (actualizado 08-Abr-05)

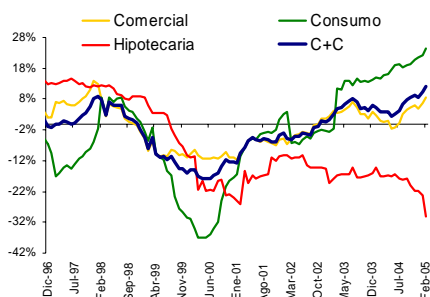
Durante el tercer mes del año, los intermediarios financieros gozaron de liquidez derivada del pago de impuestos, así como de una favorable oferta del Banco de la República, que en promedio diario ofreció \$1,55 billones para las operaciones de expansión. Como se verá más adelante, este escenario facilitó la estabilidad en las tasas de interés. Adicionalmente, el Tesoro Nacional favoreció la liquidez al completar un total de giros durante el mes por \$6,2 billones, teniendo en cuenta que \$1,5 de los mismos obedecían al vencimiento del TES del 11 de marzo de 2005. Lo anterior se reflejó incluso en la tranquilidad de las jornadas de cierre de bisemana de encaje, para las cuales el sistema financiero llegó con excesos superiores incluso a los \$600 mil millones.

Base monetaria y M3



Fuente: Banco de la República

Cartera de crédito del Sistema financiero



Fuente: Superbancaria.

Oferta Monetaria Ampliada (M3)

M3	Valor	Cambio Porcentual Anual	
		Mar-05	Feb-05
M1	26,0	19,60%	13,06%
Ahorro			
Ahorro Bancos comerciales	21,4	18,20%	13,90%
Ahorro Bancos hipotecarios	13,7	6,50%	9,30%
CDTs			
CDTs Bancos comerciales	10,7	5,00%	9,80%
CDTs Bancos hipotecarios	7,7	-6,40%	-6,20%
CDTs Corporaciones fras	3,0	-23,00%	-22,00%
Bonos	3,6	25,70%	27,70%

Fuente: Banco de la República. Cifras en billones de pesos.

*Cifras parciales a Mar 18. (actualizado 08-Abr-05)

En cuanto a la emisión de deuda corporativa, aunque no se registró un número de colocaciones similar al de los últimos meses, el mercado de deuda corporativa totaliza \$1,4 billones emitidos en lo que va de 2005 (ver introducción de informe). De esta manera, se destaca la colocación por parte de Findeter por \$150 mil millones en CDTs con vencimiento a tres años. La emisión, calificada AAA, recibió una demanda cerca de tres veces el monto adjudicado y cortó a una tasa de 8,95%E.A. (DTF+1,50%).

De otro lado, la tendencia alcista de la cartera del sistema financiero se mantiene en lo corrido del 2005, al acumular un crecimiento anual del 13,4% frente al primer trimestre del 2004. Así, con datos parciales a febrero la demanda de créditos de consumo presentó un crecimiento real del 25% frente al mismo periodo del año, como evidencia de las buenas condiciones de la demanda interna. La cartera hipotecaria mantiene sus descensos, al tiempo que los indicadores de morosidad del sistema permanecen estables.

Expectativa

Las buenas condiciones de liquidez del mercado permitirán que las emisiones de bonos puedan ser aprovechadas por los agentes. Tal es el caso de la Titularizadora Colombiana, que prevé la colocación de títulos hipotecarios por un billón de pesos en 2005. De otro lado, la afluencia de recursos será apoyada temporalmente durante abril mediante el pago de la segunda cuota del impuesto de grandes contribuyentes.

CORFINSURA y SUVALOR estiman que no hay razones para pensar que el Emisor realizará un cambio en su política monetaria expansiva. Los continuados descensos de la inflación permiten que el Banco Central mantenga la holgura de recursos, sin poner en peligro el cumplimiento de su meta de inflación. Adicionalmente, el Emisor continúa comprando TES con los recursos recibidos por la venta de reservas internacionales al Gobierno, lo que le estaría dando mayores herramientas para esterilizar toda la liquidez entregada en los últimos meses, en el caso en que comiencen a generarse presiones inflacionarias, que no es el caso por lo menos en el corto plazo.

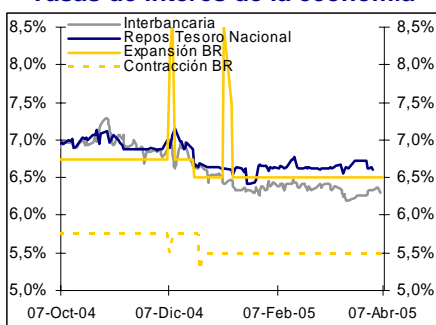


4. TASAS DE INTERÉS

La estabilidad preponderó en las tasas en el primer trimestre

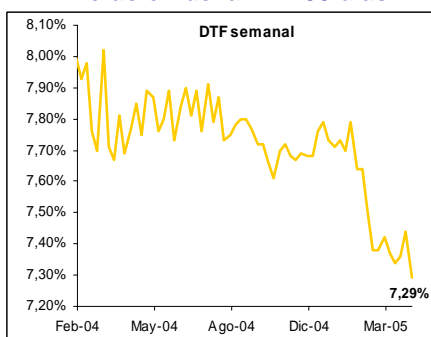
Las buenas condiciones de liquidez que caracterizaron el mercado interbancario durante todo el primer trimestre de 2005 favorecieron la estabilidad observada en el precio del dinero. En efecto, las tasas de interés promedio de la economía se caracterizaron por ligeras caídas entre los 3 y 7 pb. La tasa interbancaria continuó cayendo al

Tasas de interés de la economía



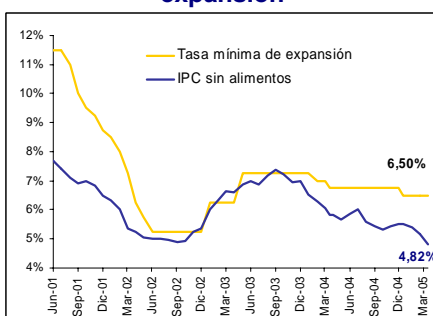
Fuente: Banco de la República.

Evolución de la DTF 90 días



Fuente: Banco de la República.

IPC sin alimentos y tasa mínima de expansión



Fuente: Banco de la República

ritmo de la amplia liquidez, manteniendo un diferencial de aproximadamente 20 pb con la tasa de interés de referencia del Emisor, que permanece sobre el 6,50% E.A. gracias a que el Emisor satisface permanentemente la demanda, al mantener diariamente el cupo de expansión por encima del billón de pesos. Lo anterior concuerda con la decisión de la Junta Directiva del Emisor, del pasado 18 de marzo de mantener inalterada el nivel de tasas de interés de la economía colombiana, pese a que resaltó los niveles mínimos alcanzados por la inflación.

Tasa de Interés Promedio de la Economía

Tasa de Interés	Marzo	Febrero	Cambio(pb)
Expansión del BR	6,50%	6,50%	0
Interbancaria	6,32%	6,39%	-7
DTF 90 días	7,36%	7,41%	-5
DTF 180 días	7,96%	8,00%	-3
DTF 360 días	8,18%	8,60%	-42

Cálculos Corfinsura y Suvalor con base en cifras del Banco de la República

DTF a 90 días continúa marcando mínimos históricos

En los primeros tres meses del 2005 la tasa de captación a 90 días ha registrado una caída de 44 pb. Al cierre de esta edición la DTF a 90 días marcó un nuevo mínimo histórico de 7,29% E.A., aunque los montos captados a todos los plazos no presentaron mayores variaciones respecto al promedio del mismo mes del año anterior. La amplia liquidez que registra el sistema financiero ha desestimulado las alzas en las tasas de captación a todos los plazos, dado el menor costo de los recursos.

Expectativa

En el corto plazo el escenario de las tasas de interés de la economía colombiana augura relativa estabilidad, sustentada por un lado por las buenas condiciones de moneda legal observadas en el mercado, y por el otro, por el buen comportamiento a la baja en la inflación sin alimentos (variable que toma como referencia el Banco de la República para tomar sus decisiones de política monetaria y movimientos de tasas de interés).

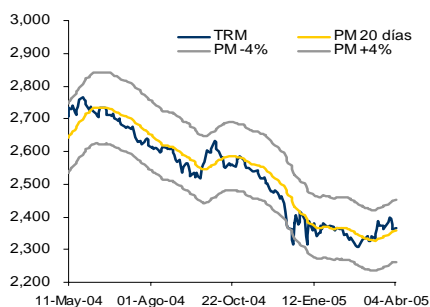
En efecto, en ausencia de presiones al alza en el nivel de precios, no se esperan incrementos ni en las tasas de referencia ni en las del mercado en general. Por lo anterior, CORFINSURA y SUVALOR no esperan que se tomen decisiones en materia de alzas de tasas, dado que la inflación sin alimentos se ubicaba a marzo en 4,82% para los últimos doce meses, lo cual está en línea con las expectativas del Banco de la República. De esta manera, no se prevén repuntes en el corto plazo en las tasas de interés, por lo que éstas deberán permanecer en niveles históricamente bajos. Así, durante abril la DTF a 90 días deberá fluctuar dentro del rango de 7,30% E.A. y 7,40% E.A. y la tasa interbancaria continuará sin superar los 6,40% E.A.

5. MERCADO CAMBIARIO

Se agota tendencia bajista

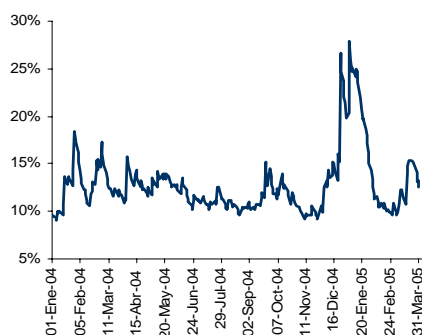
Luego de cuatro meses consecutivos con tendencia a la baja, la tasa de cambio promedio registró en marzo un repunte de 0,56% al ubicarse en \$2.353,71. Esta situación es reflejo de la devaluación de 2,06% que se observó entre las tasas de cierre de marzo (\$2.377) y febrero (\$2.329), aunque en lo corrido del año todavía el dólar exhibe una revaluación nominal de 0,56%. Pese a que las noticias locales de carácter económico conocidas durante el mes favorecían la continuación de la revaluación, la incertidumbre externa generó

Evolución de la Tasa de Cambio



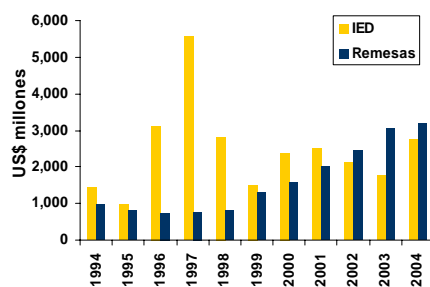
Fuente: Superintendencia Bancaria, CORFINSURA y SUVALOR.

Volatilidad diaria de la TRM anualizada



Fuente: CORFINSURA y SUVALOR.

Inversión Extranjera Directa y Remesas de los trabajadores



Fuente: Banco de la República

una presión devaluacionista que prevaleció durante el tercer mes del año.

Pese al positivo resultado fiscal de 2004 (déficit de 1,2% del PIB) y a que la cifra de crecimiento económico para 2004 (3,96%) estuvo por encima de las expectativas (3,8%), la incertidumbre que se generó a nivel externo ante las presiones inflacionarias en EE.UU impulsó un fortalecimiento del dólar frente a las monedas latinoamericanas en marzo. El repunte de la inflación en EE.UU podría fomentar un mayor ritmo de alzas en las tasas de interés de la Reserva Federal. Esta coyuntura fomentó la devaluación en las principales monedas latinoamericanas que se reflejó en un incremento mensual de: 3,54% en el real brasilero, 1,97% en el peso chileno y 0,71% en el peso mexicano.

La incertidumbre que se reflejó sobre el comportamiento del mercado cambiario en marzo llevó a que fuera un mes de récords: el 16 de marzo se registró la mayor volatilidad intra-día en lo corrido del año (\$48), el 28 de marzo se alcanzó el nivel máximo en la tasa de cambio observado en el 2005 (\$2.407,20) y, finalmente, el 30 de marzo se alcanzó el máximo volumen histórico de transacciones en el mercado cambiario (US\$919 millones).

Balanza de pagos

En los primeros días de abril el Banco de la República dio a conocer el resultado de la balanza de pagos para el 2004. Al respecto cabe mencionar que el déficit en cuenta corriente totalizó US\$1.110 millones, equivalente al 1,1% del PIB, mientras que la cuenta de capital registró un superávit de 3,5% del PIB (US\$3.385 millones). La variación de las reservas internacionales brutas fue positiva en US\$2.541 millones.

Mientras en la balanza comercial se registró un superávit de US\$1.134 millones, el comercio exterior de servicios no factoriales (transportes y viajes, seguros, servicios financieros y empresariales) alcanzó un déficit de US\$1.725 millones. Así mismo la renta de los factores obtuvo un déficit de US\$4.185 millones, explicado principalmente por el mayor giro de utilidades y dividendos de las empresas con capital extranjero. Sin embargo, el superávit comercial y el ingreso de divisas por concepto de remesas de los trabajadores por US\$3.170 millones permitieron compensar los déficits en los servicios no factoriales y en la renta de los factores.

Finalmente, cabe destacar el crecimiento de US\$2.647 millones en la cuenta de capital y financiera al totalizar US\$3.385 millones, lo cual permitió financiar el déficit en cuenta corriente. Este resultado es producto, principalmente, del crecimiento de la inversión extranjera directa (53%), al pasar de US\$1.793 a US\$2.739 millones, y del descenso de la inversión colombiana en el exterior, de US\$938 millones en 2003 a US\$142 millones en 2004.

Política cambiaria

Entre el 25 de febrero y el 01 de abril se llevó a cabo la operación de venta de US\$1.250 millones de reservas internacionales del Banco de la República al Gobierno. Con esta operación se realizó el prepago de un crédito por US\$1.250 millones contraído con el BID en 1998 y que le permitirá al fisco un ahorro de US\$313 millones en 2006, US\$625 millones en 2007 y US\$313 millones en 2008, por concepto de amortizaciones. Este tipo de operaciones permite al país disminuir su vulnerabilidad a cambios bruscos en la tasa de cambio.

Expectativas

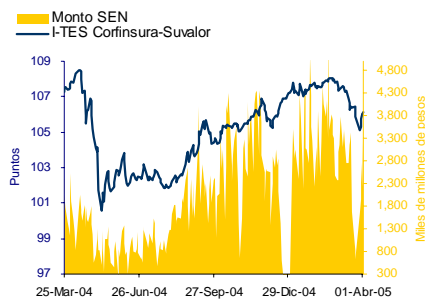
El panorama en el corto plazo permanece invariable. Se espera alta volatilidad, en línea con lo que suceda en los mercados externos ante las mayores expectativas de inflación en EE.UU. Sin embargo, todavía no se puede asegurar que hay un cambio de tendencia hacia la devaluación del peso. En marzo de 2005 el Gobierno publicó sus expectativas en el documento Conpes 3341: << la tasa promedio esperada para 2005 es de \$2.496, lo cual implicaría una revaluación promedio nominal de 5% frente a 2004 y una devaluación nominal a fin de año de 7,4%. Adicionalmente la ITCR proyectada es de 117,3, equivalente a una revaluación real de 7,9%.>>

Una vez conocidos los resultados de crecimiento económico 2004, en los que se observó un importante repunte de la inversión así como del consumo, es probable que se mantenga negativa la brecha del producto y, en ese sentido, el Banco de la República puede mantener su política de compra de dólares en el mercado cambiario de manera discrecional, sin necesidad de realizar esterilización. Esta política cambiaría se ve sustentada además en el favorable comportamiento de la inflación y de sus expectativas para el corto plazo.

CORFINSURA y SUVALOR consideran que, a pesar de las acciones de las autoridades locales, el comportamiento de la tasa de cambio seguirá determinado por factores externos. Específicamente, la expectativa de incrementos en las tasas de interés en EE.UU, lo cual puede constituirse en una presión devaluacionista en el corto plazo, como se observó en algunas sesiones de marzo. No obstante, es probable que abril sea nuevamente un mes con alta volatilidad y una tasa de cambio fluctuando entre \$2.350 y \$2.400.

6. DEUDA PÚBLICA INTERNA (DPI) 6.1 MERCADO SECUNDARIO DE DEUDA PÚBLICA

Evolución del I-TES y el volumen de transacciones de TES



Fuente: Corfinsura y Suvalor, SEN

Primer trimestre finaliza en terreno negativo

En el tercer mes del año la deuda pública interna frenó la valorización que había registrado de forma sostenida entre diciembre y febrero. En efecto el índice representativo de deuda pública, I-TES, de CORFINSURA y SUVALOR cedió 1,71% durante marzo, de manera que en el primer trimestre acumuló una depreciación de 1,10% al finalizar en 106,01 puntos el 31 de marzo. Incluyendo el cupón la rentabilidad acumulada en este periodo fue de 0,86%.

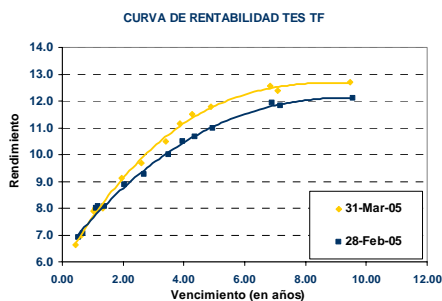
Entre tanto, el volumen promedio diario de operaciones durante marzo fue de \$2,6 billones, el menor nivel observado en lo corrido del año. Otra característica del mercado durante marzo fue la alta volatilidad que se reflejó en la tasa promedio de los títulos con vencimiento el 26-abr-12 la cual alcanzó 101 pb al fluctuar entre 11,78% y 12,79%. Este comportamiento fue producto de favorables factores internos como el crecimiento, la inflación o el resultado fiscal 2004, que se conjugaron con desvalorizaciones en los mercados externos de renta fija y un repunte de la tasa de cambio peso – dólar.

Variación de la tasa promedio de los TES tasa fija en marzo

Fecha Vencimiento	Tasas promedio semanales (%E.A.)				Cambio Pb
	Semana 1	Semana 2	Semana 3	Semana 4	
09-Sep-05	7,00%	7,03%	6,95%	6,71%	-29
25-Jul-06	8,09%	8,07%	8,12%	8,06%	-3
14-Mar-07	8,95%	8,96%	9,13%	9,21%	25
09-Nov-07	9,30%	9,28%	9,52%	9,79%	48
22-Ago-08	10,04%	10,03%	10,26%	10,59%	55
10-Jul-09	10,77%	10,80%	11,18%	11,61%	84
12-Feb-10	11,06%	11,11%	11,52%	11,89%	82
26-Abr-12	11,88%	11,86%	12,25%	12,53%	66
12-Sep-14	12,21%	12,15%	12,47%	12,84%	63

Fuente: Cálculos Corfinsura y Suvalor con base en datos del SEN.

Curva de rendimientos de los TES



Fuente: SEN.

Entorno local positivo para la deuda pública

En la primera semana de marzo el Gobierno anunció el resultado del balance fiscal para 2004 fue muy positivo en la medida en que se ubicó más de un punto porcentual por debajo de la meta pactada con el FMI para 2004 (2,3% del PIB) al finalizar en 1,2% del PIB. No obstante, cabe resaltar que este resultado es coyuntural producto de mayores ingresos petroleros y una menor ejecución presupuestal por parte de los gobiernos locales. De hecho, el déficit fiscal del Gobierno Nacional entrante se mantuvo en línea con las expectativas al ubicarse en 5,6% del PIB.

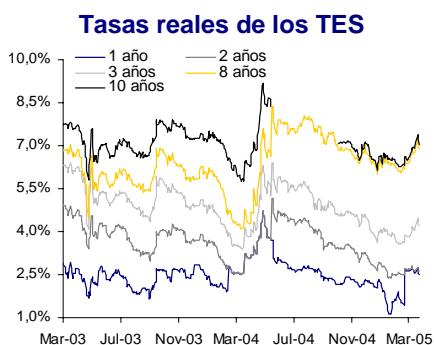
Otra noticia favorable desde el punto de vista local fue el resultado de crecimiento económico para 2004 (3,96%) por ubicarse por encima de las expectativas del mercado (3,8%), y por reflejar una recuperación respecto al tercer trimestre (mayor análisis en la sección de Estado de la Economía de este informe). Así mismo, las expectativas que hubo desde mediados de mes sobre una nueva reducción en la inflación, que después se confirmaron con una caída de 22 pb (de 5,25% a 5,03%), constituyeron otro factor positivo, toda vez que esta reducción aumenta las tasas reales de los activos de renta fija en pesos como los TES.

Incertidumbre de origen externo

A pesar de que las noticias locales de índole económica fueron positivas para la deuda pública, la incertidumbre tomó fuerza en el mercado de TES. Esto, en la medida en que se registró una importante corrección de la revaluación (la tasa de cambio repuntó hasta niveles de \$2.400) y una desvalorización de los mercados externos de renta fija (bonos del Tesoro de EE.UU y emergentes), ante las presiones inflacionarias de corto plazo que fueron mencionadas por algunos miembros de la Reserva Federal. Este último hecho generó expectativas de un ritmo más agresivo en el aumento de tasas de interés en EE.UU, lo cual podría desincentivar las inversiones en activos de economías emergentes.

Tasas reales atractivas

El importante repunte de las tasas nominales de los TES (disminución en los precios) en el tercer mes del año, unido al descenso de la inflación en febrero, que estuvo vigente durante marzo (de 5,43% a 5,25%), impulsó un significativo aumento en las tasas de interés reales de la deuda pública interna, principalmente en los títulos de largo plazo. Mientras en los TES a uno o dos años el aumento fue de 10 pb, el incremento en los títulos a 7 y 10 años bordeó los 70 pb, y llevó a las tasas reales de largo plazo a niveles de 7% al finalizar marzo (siendo los niveles máximos desde octubre de 2004).



Fuente: Cálculos Corfinsura y Suvalor con base en cifras del Dane y Banrepública.

Expectativas

CORFINSURA y SUVALOR consideran que abril puede ser nuevamente un mes de alta volatilidad, con valorizaciones impulsadas por los buenos resultados de inflación, que han vuelto atractivas las tasas reales de largo plazo. No obstante, el escenario de mayores presiones inflacionarias en EE.UU podría generar incertidumbre en los mercados locales, lo cual conduciría a un menor apetito por los títulos de largo plazo.

En el frente interno, las perspectivas de la política monetaria, luego de transcurrido el primer trimestre en materia de inflación y conocidos los resultados de crecimiento económico de 2004, son positivas. De tal manera, el mantenimiento de una amplia liquidez continuará siendo un factor favorable para las inversiones en TES.

Otro factor que podría generar incertidumbre es el riesgo político, en la medida en que no avance el proyecto de reforma pensional en el Congreso y comience a ambientarse la decisión final sobre la reelección por parte de la Corte Constitucional. En cualquier caso, a pesar de que se podrían dar aumentos adicionales en las tasas nominales de los TES, no se generaría una crisis como la de abril de 2004, pues las condiciones locales hoy son más favorables.

6.2 MERCADO PRIMARIO DE DEUDA PÚBLICA

Tranquilidad por compra de reservas internacionales

Un mes atípico se vivió durante marzo en el mercado primario de deuda pública interna, puesto que la operación de compra de reservas internacionales que realizó el Gobierno al Banco de la República entre el 25 de febrero y el 01 de abril ocupó la atención de los inversionistas. Cabe recordar que esta operación no cuenta en la meta de colocaciones para este año ni generó puntos para el ranking de Creadores de Mercado.

En efecto, durante las cuatro semanas de marzo (excluyendo Semana Santa) Crédito Público realizó subastas de TES por un total de \$3,18 billones, con el propósito de obtener los recursos necesarios para realizar la compra de US\$1.250 millones de reservas internacionales, recursos que fueron utilizados para prepagar un crédito con el BID el 04 de abril.

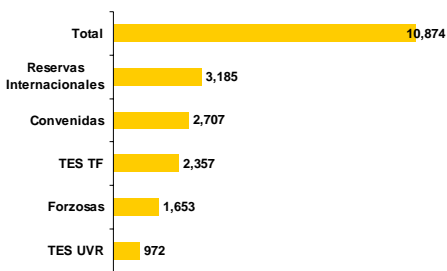
Comparación de las últimas subastas de TES a tasa fija

Plazo	Monto* Total Colocado			Tasa Corte Última Subasta		
	Febrero	Marzo	Variación	Febrero	Marzo	Variación (pb)
< 1 año	320.00	320.00	0.00%	6.87%	6.70%	-17
1 año	321.30	935.93	191.29%	8.10%	8.03%	-7
3 años	262.35	798.59	204.40%	9.15%	9.80%	65
4 años	286.08	592.78	107.21%	10.52%	11.62%	110
5 años	328.13	430.21	31.11%	10.85%	11.92%	107
10 años	258.99	427.10	64.91%	11.98%	12.80%	82

*Cifras en miles de millones de pesos.

Fuente: Corfinsura y Suvalor con base en Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Colocaciones primer trimestre 2005 según tipo



Fuente: Crédito Público, Banco de la República.
Cifras en miles de millones de pesos

Resultados de las subastas de TES en marzo

Fecha de Subasta	Tipo de Operación	Fecha de Vencimiento	Monto Demandado	Monto Colocado	Tasa de Corte
02-Mar-05	Primera Vuelta	07-Abr-06	482,00	136,00	8,06%
02-Mar-05	Primera Vuelta	09-Nov-07	422,20	138,30	9,32%
02-Mar-05	Primera Vuelta	10-Jul-09	262,30	154,40	10,85%
02-Mar-05	Primera Vuelta	12-Feb-10	328,40	88,20	11,10%
02-Mar-05	Primera Vuelta	12-Sep-14	540,00	83,00	12,18%
09-Mar-05	Primera Vuelta	07-Abr-06	376,10	149,50	9,02%
09-Mar-05	Primera Vuelta	09-Nov-07	345,70	126,60	9,28%
09-Mar-05	Primera Vuelta	10-Jul-09	197,70	118,30	10,82%
09-Mar-05	Primera Vuelta	12-Feb-10	218,10	110,00	11,10%
09-Mar-05	Primera Vuelta	12-Sep-14	306,20	95,60	12,15%
16-Mar-05	Primera Vuelta	07-Abr-06	164,80	164,83	8,25%
16-Mar-05	Primera Vuelta	09-Nov-07	232,80	132,33	9,66%
16-Mar-05	Primera Vuelta	10-Jul-09	168,70	105,89	11,30%
16-Mar-05	Primera Vuelta	12-Feb-10	114,70	83,67	11,67%
16-Mar-05	Primera Vuelta	12-Sep-14	246,00	113,27	12,57%
30-Mar-05	Primera Vuelta	07-Abr-06	535,30	211,29	8,03%
30-Mar-05	Primera Vuelta	09-Nov-07	402,60	188,21	9,80%
30-Mar-05	Primera Vuelta	10-Jul-09	180,70	80,48	11,62%
30-Mar-05	Primera Vuelta	12-Feb-10	139,60	60,11	11,92%
30-Mar-05	Primera Vuelta	12-Sep-14	196,50	59,91	12,80%
Total			6.645,02	3.184,51	

Fuente: Cálculos Corfinsura y Suvalor con base en Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Cifras en miles de millones de pesos.

Las tasas de colocación de los TES durante marzo se incrementaron en promedio 57 pb, como reflejo de las presiones alcistas que se registraron sobre las tasas de los TES en el mercado secundario. No obstante, el Gobierno no tuvo problemas para realizar las colocaciones pues, incluso mientras se emitieron \$3,18 billones, la demanda se ubicó sobre \$6,6, billones.

TES de corto plazo

Continuando con el nuevo esquema de TES de corto plazo, Crédito Público emitió \$320 mil millones en TES a 119 días, mientras que la tasa promedio de colocación disminuyó 12 pb al pasar de 6,90% a 6,78%.

Resultados parciales de emisiones

Respecto a las colocaciones, los resultados no variaron respecto a febrero puesto que las emisiones de marzo estaban destinadas a la compra de las reservas internacionales. De esta forma, en el primer trimestre se acumula un cumplimiento de la meta de colocaciones total equivalente al 32%, destacándose el cumplimiento del 47% en las operaciones forzosas.

Mecanismo	Colocado	Presupuesto	Cumplimiento
Subasta*	3.3	9.5	35.05%
Convenida**	2.7	11.0	24.55%
Forzosa	1.7	3.5	47.14%
Totales	7.7	24.0	32.00%

Fuente: Cálculos Corfinsura y Suvalor con base en Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Cifras en billones de pesos.

*No incluye TES para compra de Reservas Internacionales

** Incluye TES para ISS y Fonpet

Cifras al 31 de marzo de 2005.

Expectativas

Para el segundo trimestre Crédito Público anunció que realizará una emisión total de TES entre \$2,1 y \$3,0 billones, lo cual significaría seis subastas de \$350 mil millones cada una y tres subastas de TES UVR, cuyo monto depende de las condiciones de mercado cada mes.

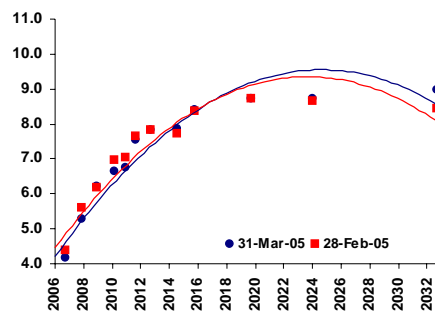
Por otra parte, en abril se espera una nueva emisión de TES tasa fija con vencimiento el 11-abr-08 y cupón del 10% que comenzará a reemplazar al TES con vencimiento el 09-nov-07 en el esquema de subastas. Finalmente, cabe mencionar que el director de Crédito Público dejó abierta la posibilidad de realizar canjes de deuda pública y otras operaciones de manejo de deuda que permitan mejorar el perfil de vencimientos. Al mismo tiempo, estas operaciones pueden generar una prefinanciación que sería favorable para la Nación, teniendo en cuenta que 2006 es un año políticamente agitado por las elecciones presidenciales en Colombia y otros países de la región, lo cual podría encarecer el costo de financiamiento.

7. DEUDA PÚBLICA EXTERNA

Caída y recuperación de la deuda colombiana

Marzo no fue un buen mes para los bonos soberanos ni para los instrumentos de renta fija en los mercados emergentes. Durante el tercer mes del año las expectativas de inflación en EE.UU fueron creciendo debido al sostenimiento del alto precio del petróleo (por encima de US\$50 el barril), al buen crecimiento de la economía de es país y a la debilidad del dólar (US\$1,34 por euro a mediados de

Curva de rendimientos de los bonos



Fuente: Cálculos Corfinsura y Suvalor con base en JPMorgan.

marzo). Las tasas de los bonos del Tesoro de EE.UU respondieron al alza (60 pb entre el 9 de febrero y el 29 de marzo) ante la mayor inflación esperada para los próximos meses. Adicionalmente, en el comunicado de la reunión del 22 de marzo, la Reserva Federal admitió el surgimiento de presiones inflacionarias en los últimos meses, aunque mantuvo el ritmo moderado de incremento en las tasas (25 pb en marzo). El hecho de que el FED haya reconocido el aumento de la inflación llevó a que el mercado descontara mayores tasas de referencia para finales del año, para acercarse más al escenario base de los analistas de tasas de la FED del 4% al final del año.

El incremento en las tasas de interés de EE.UU. y las mayores expectativas de inflación llevaron a que los operadores del mercado exigieran un mayor rendimiento a los bonos soberanos. Adicionalmente, la deuda emergente es uno de los activos más volátiles en época de alza en las tasas, factor que hace que los inversionistas disminuyan su exposición. Esto llevó a que los bonos colombianos presentaran una desvalorización de 3,7% medido por el EMBI+. El *spread* pasó de 345 pb a 397 pb, y llegó a situarse en 448 pb (marzo 28) para su máximo del mes.

Comportamiento EMBI+

	Valor		Variación		
	31-Mar-05	28-Feb-05	Periodo	Año Corrido	12 Meses
EMBI+	325.57	334.42	-2.65%	-1.21%	6.94%
EMBI+ sin ARG	403.86	414.66	-2.60%	-1.13%	6.99%
EMBI+ Latam	279.92	288.34	-2.92%	-2.23%	7.71%
EMBI+ ARG	77.40	81.28	-4.78%	-5.17%	4.22%
EMBI+ BRASIL	429.09	445.14	-3.61%	-3.32%	11.56%
EMBI+ COL	230.23	237.11	-2.90%	-3.13%	2.16%
EMBI+ MEXICO	301.87	308.98	-2.30%	-0.97%	1.97%
EMBI+ VENZLA	457.64	468.19	-2.25%	-2.80%	18.47%
BRZ C BOND	99.03	101.88	-2.80%	-2.95%	1.51%
VNZ DCB	99.52	99.71	-0.19%	-0.11%	5.48%
US 10 YR TRES	4.48%	4.38%	10 pbs	26 pbs	65 pbs
SPREAD COL	397	344	53 pbs	64 pbs	19 pbs
EURO	1.2964	1.3228	-2.00%	-4.35%	5.26%

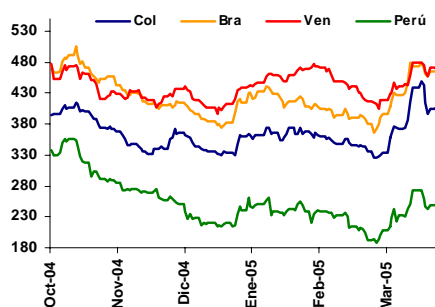
Fuente: Bloomberg.

Variación del precio de los bonos soberanos

Bono	Moneda	Precio					31-Mar-05	Variación
		28-Feb-05	Semana 1	Semana 2	Semana 3	Semana 4		
13-Jun-06	USD	108.455	108.514	108.219	107.443	106.064	106.749	-1.57%
15-Feb-07	USD	106.000	105.700	105.850	104.500	102.250	104.250	-1.65%
01-Abr-08	USD	108.350	108.750	108.000	105.500	104.000	106.000	-2.17%
23-Abr-09	USD	112.750	113.000	112.350	110.250	107.500	108.500	-3.77%
09-Jul-10	USD	115.500	115.750	114.250	112.100	108.000	111.000	-3.90%
09-Abr-11	USD	113.250	113.500	112.250	111.500	108.750	110.000	-2.87%
23-Ene-12	USD	112.250	113.000	111.100	110.000	105.000	108.500	-3.34%
15-Ene-13	USD	116.750	117.300	116.000	113.750	106.500	112.000	-4.07%
22-Dic-14	USD	102.927	103.518	102.600	100.710	95.719	98.706	-4.10%
15-Feb-16	USD	102.292	102.575	100.976	99.338	93.833	97.422	-4.76%
25-Feb-20	USD	125.000	127.500	125.750	121.750	114.000	120.000	-4.00%
21-May-24	USD	95.000	98.000	96.000	93.000	86.000	91.000	-4.21%
15-Feb-27	USD	98.250	98.000	95.000	93.000	88.000	93.250	-5.09%
28-Ene-33	USD	113.000	115.250	113.750	108.850	103.000	106.000	-6.19%
20-Oct-05	EUR	105.421	105.355	105.133	104.731	104.318	104.073	-1.28%
31-Ene-08	EUR	118.925	118.916	118.584	116.551	114.781	114.468	-3.75%
31-May-11	EUR	126.176	126.265	126.425	123.236	120.484	121.660	-3.58%

Fuente: JPMorgan Cálculos Suvalor y Corfinsura.

Spread Embi+



Fuente: JPMorgan.

Durante marzo se conocieron dos buenas noticias para la deuda colombiana. Por un lado, el crecimiento económico estuvo por encima de las expectativas de los analistas externos (3,96% frente 3,8%), lo que confirma el buen desempeño del país y otorga buenas perspectivas para el 2005, más aún cuando el mismo Banco de la República afirmó que la cifra de crecimiento de la economía estaría cercana al 4,0% en el presente año. Adicionalmente, el déficit fiscal para el 2004 fue un sorprendente 1,2%, por debajo del 2,2% pactado con el Fondo Monetario Internacional. El buen desempeño se debió a los resultados de Ecopetrol y a los entes regionales y locales.

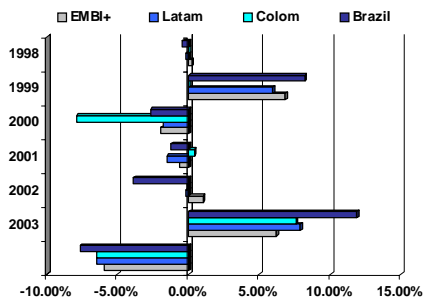
La estatal petrolera se vio favorecida por los altos precios del petróleo y el desmonte del subsidio a la gasolina. Por su parte, los entes regionales y locales no gastaron tanto como se esperaba debido a que el pasado fue el primer año para los nuevos mandatarios. No obstante el buen resultado fiscal, hay que tener en cuenta que no es sostenible. Incluso, el mismo Gobierno espera que para el 2005 el déficit se ubique en 2,5% con la normalización del gasto de los gobiernos locales, menor ingreso de ECOPETROL por exportación, pese al precio internacional del crudo y a una mayor inversión en infraestructura por parte del GNC.

Expectativas

La última semana de marzo fue de recuperación para la deuda emergente. Sin embargo, aún no hay claridad sobre si esa tendencia podrá mantenerse durante todo abril.

- Los pagos de cupones y amortizaciones son altos para abril. El total asciende a US\$6.018 millones frente a los US\$3.300 de marzo. La reinversión de estos recursos podría dar un impulso a los precios de la deuda soberana. No obstante hay que tener en cuenta que dadas las expectativas de alzas en las tasas de interés de EE.UU los inversionistas preferirán disminuir su exposición a bonos emergentes. Además, los pagos de cupones y amortizaciones disminuyen significativamente en mayo y junio (US\$1.200 millones en promedio).
- La próxima reunión de la Reserva Federal será el 3 de mayo, lo cual ayudará a restar volatilidad al mercado de deuda emergente en abril. Por lo tanto, las noticias más importantes tendrán que ver con la inflación al consumidor y al productor.
- Los inversionistas externos están a la expectativa del pronunciamiento de la Corte Constitucional sobre la reelección presidencial. Se espera tener una decisión para septiembre, lo que hará que la deuda colombiana se rezague frente al mercado por la incertidumbre que genera.
- Mirando la historia del EMBI+, abril no presenta una tendencia clara para los bonos externos. Teniendo en cuenta el panorama de tasas al alza en EE.UU, es probable que este comportamiento se repita en 2005. El panorama no es muy claro ni alentador para los bonos soberanos. La tendencia alcista de los últimos dos años estaría llegado a su fin, y de ahora en adelante los inversionistas serán más exigentes a la hora de colocar su dinero, buscando países con buenos fundamentales y probabilidades altas de mejoras en su calificación. Por ahora Colombia no está cerca de esa posibilidad.

Comportamiento EMBI+ 1999-2004



Fuente: JPM, cálculos Corfinsura y Suvalor.

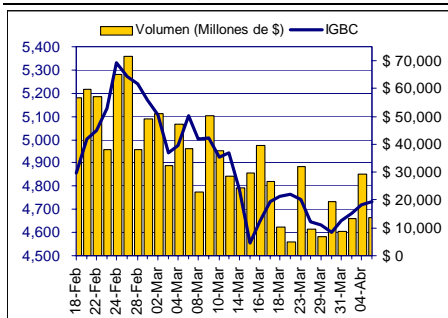
8. MERCADO ACCIONARIO

Asambleas históricas agitan el mercado

La valorización nominal de 22,71% que acumuló el Índice General de la Bolsa de Colombia (IGBC), desde el comienzo del año hasta el máximo histórico alcanzado el 24 de febrero de 5.332,78 puntos, tuvo su fin comenzada la época de asambleas de accionistas. En estas reuniones se tomaron importantes decisiones que cambiaron la tradición bursátil colombiana, generando un clima de incertidumbre que aún no abandona al mercado de renta variable.

Debido a la caída registrada por el IGBC en marzo de 2005 de 11,21%, el primer trimestre del año cerró con una valorización de 7,06%. Al sumarle una tasa promedio de rentabilidad por dividendos del 2,9%, el mismo indicador continúa ubicando a la renta variable como una de las mejores alternativas de inversión en Colombia para los últimos meses.

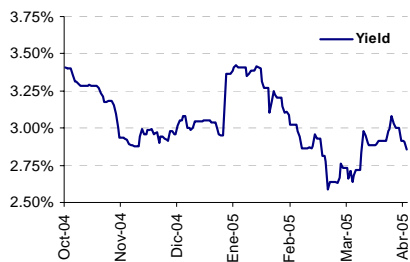
Evolución IGBC, últimos 31 días



Fuente: BVC, cálculos Suvalor.

Las asambleas de accionistas trajeron consigo un velo de incertidumbre que cobijó a los inversionistas, hasta llevarlos al margen del mercado y provocar un defecto en la demanda de papeles y una consecuente tendencia descendente en el nivel de precios de la renta variable. Así, aunque entre enero y marzo de 2005 se realizaron operaciones de contado en el mercado de acciones por \$1,70 billones, siendo el trimestre de mayor dinamismo en la renta variable desde que inició operaciones la

Evolución Yield Promedio del Mercado Accionario en los últimos tres meses



Fuente: BVC, cálculos Suvalor

BVC, el volumen promedio diario registrado en marzo de \$28.446,17 presentó un descenso de 30,78% frente al acontecido en febrero pasado.

De la misma forma, se destaca como Suramericana de Inversiones movilizó el 21% de los recursos transados en el trimestre; Bavaria, el 18%, las dos acciones de Bancolombia, el 14% y Argos, el 5,9%. Por otra parte, la aprobación de las más recientes propuestas de distribución de utilidades ha sido el mayor sustento de los precios en las últimas semanas. De una muestra de 32 acciones, el valor anual del dividendo a repartir en el periodo marzo de 2005 a abril de 2006 creció 18,42% frente al mismo lapso terminado en abril de 2004. De esta forma, el *yield* promedio de los papeles más representativos fue actualizado en 41 puntos básicos al comienzo de 2005.

En cuanto al aumento de los dividendos, cabe destacar que sólo una de las propuestas a presentar en la asamblea sufrió un sustancial cambio antes de ser aprobada por los accionistas de la compañía. La Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá S.A. ESP (ETB) aprobó la distribución de utilidades propuesta por la suma de \$93.617,94 millones y una distribución adicional presentada por Bogotá D.C. por la suma de \$69.979,67 millones. En total y una vez sumadas la propuesta ofrecida por la administración y la propuesta adicional presentada, el dividendo total para los accionistas privilegiados será de \$78,45 por acción privilegiada.

De otro lado, se destacan a continuación algunas de las más importantes decisiones o informaciones presentadas en el marco de las Asambleas de Accionistas de los emisores más representativos del mercado bursátil colombiano:

- Los accionistas del Banco Conavi, Corfinsura y Bancolombia, aprobaron en sus respectivas Asambleas, además de los respectivos estados financieros y proyectos de distribución de utilidades, el compromiso de fusión entre las entidades en cuestión.
- Las Juntas Directivas de Inversiones Nacional de Chocolates S.A. y de Inveralimenticias S.A. manifestaron ante la Superintendencia de Valores y ante sus accionistas la intención de fusión de Inversiones Nacional de Chocolates S.A., con su compañía subordinada Inveralimenticias S.A. Según se destaca en el comunicado de Información Eventual, entre los motivos de esta operación se encuentra la búsqueda de una mayor competitividad de los negocios de alimentos en los que participan ambas compañías y potencializar la capacidad de expansión nacional e internacional con el respaldo de una organización fortalecida en sus recursos humanos y financieros.
- En la Asamblea General Ordinaria de Accionistas de Bavaria, celebrada el 29 de marzo de 2005, el presidente de la cervecera el Dr. Ricardo Obregón desechó la posibilidad de una venta directa y determinó que se está trabajando en la búsqueda de un socio estratégico mediante una fusión o un intercambio de acciones. Igualmente anotó que lo que Bavaria está tratando de encontrar es una cervecera que le permita tener una masa crítica de un tamaño importante para ser partícipe de un proceso de consolidación, que es definitivamente lo que se está viviendo en el mundo.

Expectativas

Finalizado marzo, el mercado accionario local carecía de catalizadores que guiaran la evolución futura del nivel de precios. No obstante, el jueves 7 de abril la Superintendencia de Valores autorizó la Oferta Pública de Acciones de la Compañía Colombiana de Tabaco (Coltabaco), donde GWP C.V. (filial de la Philip Morris Int.) adquirirá entre 51,8% y 100% de la tabacalera colombiana, el 25 de abril entre 8:00 y 10:00 de la mañana en las instalaciones de la Bolsa de Valores de Colombia. Así, el panorama para el mercado accionario cambia como consecuencia de las expectativas ante una nueva afluencia de recursos frescos que irrigarían las pilas de demanda en el corto plazo.

Movimiento mensual del mercado accionario en Colombia

COMPAÑIA	CAMBIO MES			VOLUMEN \$	CANTIDAD TOTAL	PART. %	52 SEMANAS		SEP. 2004		CAPITAL BURSÁTIL *		
	INDICE 31/mar	\$	%				MAX.	MIN.	RPD	PVL	YIELD	\$ MILL	BSS MILL
AUMENTACION													
BAVARIA	34.100,00	6.900,00	25,37	46.852.844.000,00	1.421.236,00	14,47%	38.760	16.000	159,53	2,06	1,26	8.361.455,96	3.531,38
COLOMBIANA DE INVERSIONES	11.700,00	2.010,00	20,74	16.342.601.440,00	1.494.042,00	5,16%	11.700	5.500	37,48	1,03	1,03	743.417,98	313,98
ACERIAS PAZ DEL RIO	18,10	3,10	20,67	6.230.336.206,40	401.304.660,00	1,87%	28	3	2,25	0,56	0,00	285.551,96	120,60
CORFIVALLE	1.950,00	330,00	20,37	2.178.819.489,00	1.271.535,00	0,69%	2.310	780	5,53	0,27	0,00	128.747,48	54,38
BANCO SANTANDER	881,00	131,00	17,47	184.200.815,00	211.950,00	0,28%	920	600	4,54	0,30	2,50	333.419,05	140,82
EXITO	5.200,00	950,00	11,83	2.958.629.045,00	616.962,00	0,93%	6.050	3.600	17,65	0,63	5,77	1.088.803,26	459,00
COLTABACO	11.100,00	280,00	2,59	5.858.799.360,00	530.392,00	1,85%	12.000	5.800	36,33	3,59	2,92	705.293,97	297,87
PROMIGAS	8.900,00	180,00	2,05	30.837.000,00	3.460,00	0,01%	8.920	6.800	10,83	1,40	7,01	1.183.599,08	499,86
BANCO OCCIDENTE	11.000,00	200,00	1,85	596.137.640,00	54.172,00	0,19%	11.920	6.900	10,94	2,51	6,92	1.401.089,33	691,72
CORFINSURA	8.500,00	150,00	1,80	5.424.244.900,00	655.105,00	1,71%	8.500	3.800	7,92	1,18	1,18	1.246.199,43	517,87
ISA	2.120,00	30,00	1,44	13.772.157.310,00	6.679.038,00	4,35%	2.180	1.190	14,42	0,84	4,53	2.035.924,37	859,85
BANCO DE BOGOTA	14.300,00	200,00	1,42	11.323.450.400,00	803.510,00	3,37%	14.740	9.760	11,48	3,00	6,71%	3.222.931,00	1.361,10
BANCOLOMBIA	8.110,00	110,00	1,38	36.136.598.500,00	4.589.656,00	11,41%	8.110	4.000	11,62	2,50	3,35%	4.676.999,66	1.979,25
CEMENTOS CARIBE	17.520,00	220,00	1,27	6.425.687.420,00	371.773,00	2,03%	18.240	10.920	18,48	1,00	2,57	2.251.696,88	950,98
SURAMERICANA INVERSIONES	8.050,00	50,00	0,63	82.805.499.420,00	10.411.439,00	26,14%	8.170	4.650	11,69	1,23	1,99%	2.935.778,72	1.239,87
ESTABLES													
BANCOLOMBIA PREF (ADR 4:1)	8.100,00			18.760.883.240,00	2.374.143,00	5,92%	8.200	4.000	11,61	2,62	3,36%	4.671.232,70	1.972,85
CARULLA - ORD	7.500,00			249.130.490,00	33.606,00	0,08%	7.650	6.000	14,03	0,72	8,00%	259.623,63	109,65
CEMENTOS RIOLARDO	1.730,00			1.521.540,00	158,00	0,00%	1.730	6.800	13,38	1,46	6,21%	601.564,83	254,65
CEMENTOS VALLE	12.000,00			1.228.618.380,00	102.325,00	0,39%	12.400	8.800	13,38	1,81	8,80%	1.403.605,92	582,82
COLTEJER	18,00			38.138.282,40	2.175.695,00	0,81%	40	17	2,60	0,08	0,00%	27.731,25	11,71
VALSIBESA	1.550,00			55.984.660,00	36.139,00	0,02%	1.800	1.480	48,82	1,00	9,61%	81.814,92	34,55
DISMINUYERON													
GRUPO AVAL	213,00	-1,00	-0,47	991.728.541,00	4.659.809,00	0,31%	255	185	28,44	0,89	7,04%	2.638.717,36	1.198,95
MINEROS	1.525,00	-15,00	-0,97	1.316.782.355,00	865.114,00	0,42%	1.550	599	8,50	2,40	3,54%	1.995.536,64	84,27
CARTON DE COLOMBIA	4.900,00	-100,00	-2,03	134.535.000,00	27.250,00	0,04%	5.100	4.650	12,08	0,48	3,98%	527.808,88	222,01
INVERSAIMENTOS (INCL)	17.500,00	-950,00	-5,79	2.157.453.620,00	121.945,00	0,69%	18.000	11.600	19,52	1,43	3,15%	1.044.140,33	440,98
NAL. DE CHOCOLATES (INCH)	8.500,00	-250,00	-2,99	12.140.873.800,00	1.451.982,00	3,83%	9.500	5.240	27,91	2,00	2,12%	2.846.393,01	1.244,38
TABLEMAC	1,68	-0,05	-2,94	1.256.684.289,80	721.475.295,00	0,40%	2	1	7,67	0,34	0,00%	28.520,91	12,00
ARGOS	21.000,00	-160,00	-0,39	19.042.445.800,00	977.873,00	0,01%	25.000	14.800	17,27	1,09	2,19%	3.388.350,00	1.431,04
VALORES BAVARIA	429,00	-27,00	-5,93	822.281.318,00	1.878.792,00	0,26%	485	261	111,56	0,86	0,00%	817.235,18	345,12
CEMENTOS PAZIRO	4.400,00	-280,00	-5,98	1.904.082.200,00	425.458,00	0,60%	5.950	4.200	24,99	0,94	4,14%	491.839,07	207,72
BANCO GANADERO - ORD	75,00	-5,00	-6,25	34.049.401,00	484.165,00	0,01%	82	50	9,41	1,57	40,00%	809.026,78	383,92
ETB	520,00	-38,00	-6,81	7.516.277.034,00	13.411.804,00	0,37%	916	500	16,07	0,94	4,98%	1.845.305,68	778,32
FABRICATO	19,90	-2,30	-10,38	1.456.312.845,90	77.055.070,00	0,49%	29	18	3,38	0,23	0,00%	111.844,23	47,24

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

9. MERCADOS INTERNACIONALES

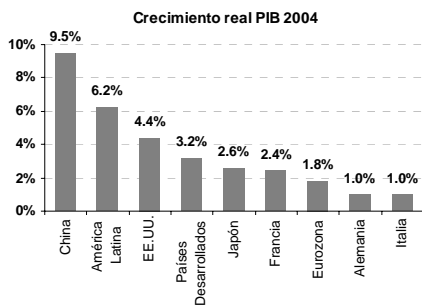
Inversión y consumo dinamizan actividad económica

La tercera revisión al producto interno bruto (PIB) en el cuarto trimestre dejó finalmente un crecimiento del 4,4% en 2004. Entre octubre y diciembre, la principal economía mundial se expandió a un ritmo anual de 3,8%, levemente por debajo del 4,0% esperado en promedio por los analistas. Según datos del Departamento de Comercio, la inversión privada y el consumo se consolidaron como los más importantes rubros que jalónaron el crecimiento de la actividad económica, con incrementos del 13,2% y 3,8% en el año respectivamente.

En lo que va de 2005, el gasto de los consumidores sigue presentando señales de expansión, a pesar de los incrementos en las tasas de interés que ha llevado a cabo la Reserva Federal desde el pasado 30 de junio. Es así como el gasto personal de consumo (PCE) aumentó en febrero por octavo mes consecutivo (+0,5%), al mismo tiempo que el ingreso personal lo hizo en 0,3%, después de caer 2,5% en enero. En términos de inflación, el deflactor de precios del gasto personal de consumo al excluir los volátiles productos energéticos y alimenticios, se mantuvo en 1,6% anual, cifra que aún le permitiría al FED remover su política monetaria expansiva de manera gradual. El llamado "deflactor básico" del PCE es uno de los indicadores más tenidos en cuenta por el Banco Central de EE.UU a la hora de tomar decisiones de tasas de interés.

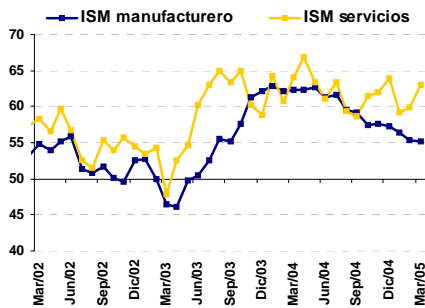
También en un tono positivo, el sector servicios aceleró su ritmo de

Crecimiento trimestral (anualizado) del Producto Interno Bruto



Fuente: FMI, Corfinsura y Suvalor.

Índices ISM de actividad manufacturera y sector servicios

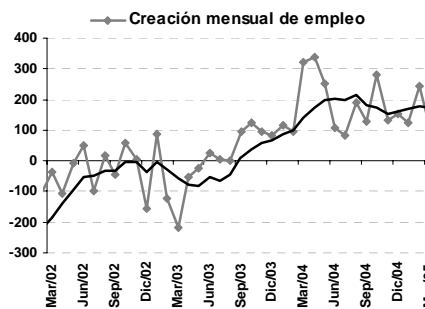


Fuente: Cálculos Corfinsura y Suvalor con base en Bloomberg.

expansión en los primeros meses de 2005. El Instituto de Gestión de Suministros informó que el índice de actividad para el sector se situó en marzo en 63,1 puntos, muy por encima de los 59 proyectados por el mercado (una cifra por encima del nivel de 50 puntos indica expansión del sector). El sector servicios representa aproximadamente dos terceras partes de la economía norteamericana.

Por otra parte, el mercado laboral continuó en recuperación en febrero. No obstante, como se ha hecho costumbre en los últimos meses, dicha recuperación se ha materializado a un ritmo inferior de lo esperado. Las empresas estadounidenses crearon 110 mil empleos en marzo, por debajo de los 213 mil esperados. Sin embargo, la tasa de desempleo continuó a la baja para ubicarse en 5,2%, por debajo del 5,4% observado en febrero. Cabe destacar - como lo hizo el presidente del Banco de la Reserva Federal de Filadelfia- que en una perspectiva más de mediano plazo, las condiciones del mercado de trabajo han presentado mejoras importantes, toda vez que desde enero de 2004 se han generado 2,7 millones de empleos.

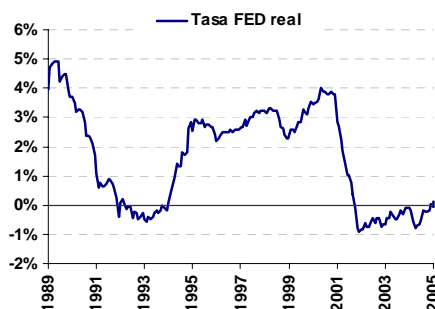
Creación mensual de empleo y promedio móvil (6 meses)



Fuente: Cálculos Corfinsura y Suvalor con base en Bloomberg.

Finalmente, el déficit de cuenta corriente alcanzó la cifra récord de US\$665,9 mil millones, equivalente a 5,7% del PIB. No obstante, el déficit en las cuentas externas sigue encontrando, sin mayores dificultades, su contraparte en la entrada de capitales a EE.UU que permitan financiarlo. A pesar del debilitamiento del dólar, los inversionistas internacionales acumularon en enero activos estadounidenses por US\$91,5 mil millones, por encima del promedio mensual de los últimos tres años de US\$58 mil millones. Según cálculos del Fondo Monetario Internacional (FMI), EE.UU es el principal país importador de capital a nivel mundial con un 71,5% del total. En contraposición, la economía japonesa es la mayor exportadora de capital con un 20,5% de la participación mundial, seguida por Alemania y China con 7,8% y 6,9% respectivamente.

Tasa de interés del FED vs. Spread Tesoro a 10 años – Tesoro a 2 años



Fuente: Cálculos Corfinsura y Suvalor con base en Bloomberg.

FED: Alzas en tasas seguirían a ritmo “mesurado”

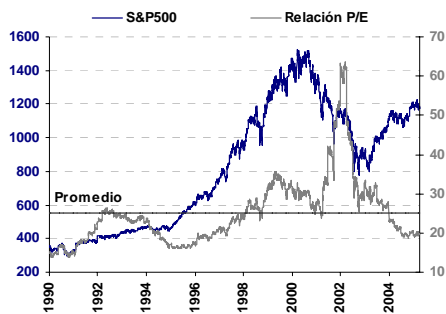
La Reserva Federal elevó por séptima ocasión consecutiva su tasa de interés de referencia en 25 pb a 2,75%. En el comunicado entregado tras la decisión, el organismo mantuvo la palabra “mesurado” en su discurso, al referirse al ritmo al que se incrementarían las tasas de interés. Hasta ahora, las intervenciones del banco central han sido recibidas sin traumatismos significativos en los mercados financieros a nivel mundial. Al mismo tiempo, cabe resaltar que con los niveles actuales de inflación cercanos al 3,0%, la tasa real del FED se mantiene muy cerca de un nivel nulo en términos reales, lo que debería seguir proveyendo, por ahora, soporte al crecimiento económico.

Acciones aún no despegan

Los incrementos en los precios del petróleo y la gasolina han menguado el ánimo comprador entre los inversionistas en renta variable en las últimas semanas. Aunque los resultados empresariales al cierre de 2004 fueron en términos generales favorables, el comportamiento de los precios en el primer trimestre deja un saldo negativo. Las empresas tecnológicas han sido las más afectadas por los declives, de tal forma que la desvalorización del índice tecnológico Nasdaq en el año es de 8,1%, casi tres veces mayor que la variación de -2,6% del industrial Dow Jones y del Standard and Poor's 500 (variaciones al 31 de marzo)

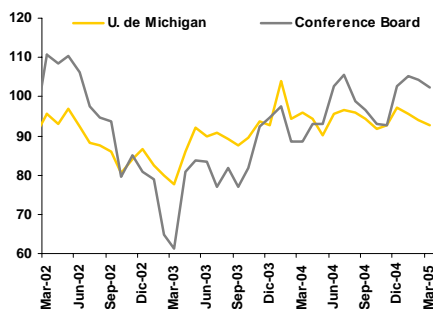
Para abril, se espera que el inicio del periodo de entrega de reportes de ganancias empresariales pueda traer consigo un renovado

Evolución Standard and Poor's 500 y relación Precio / Ganancia



Fuente: Cálculos Corfinsura y Suvalor con base en Bloomberg.

Índices de confianza del consumidor



Fuente: Cálculos Corfinsura y Suvalor con base en Bloomberg.

optimismo al piso accionario. Los reportes corporativos podrían seguir situándose en línea con las expectativas de los analistas en términos de generación de utilidades.

	Valor			Variación		
	31-Mar-05	28-Feb-05	31-Dic-04	Mes	Año Corrido	12 Meses
DOW JONES	10503.76	10766.23	10783.01	-2.44%	-2.59%	1.41%
NASDAQ	1999.23	2051.72	2175.44	-2.56%	-8.10%	0.25%
S&P500	1180.59	1203.60	1211.92	-1.91%	-2.59%	4.83%

Expectativas

Si bien el consumo se habría mantenido en el primer trimestre de 2005 como importante jalonador del crecimiento, los renovados aumentos en los precios del petróleo podrían sumarse a los incrementos en las tasas de interés para restringir un mayor dinamismo en el segundo trimestre. La confianza de los consumidores ha disminuido consecutivamente entre enero y marzo, al mismo tiempo que los índices de expectativas para los próximos meses se acercan a su nivel más bajo en casi dos años.

Por ahora la atención de los inversionistas se mantiene en la evolución de los precios del petróleo, principalmente por las presiones al alza que puedan generar sobre la inflación y por la disminución que puedan generar sobre el ingreso disponible a nivel mundial. En esta línea, el consenso de analistas apunta a una desaceleración en el ritmo de crecimiento de EE.UU en 2005 a aproximadamente 3,8%, después del 4,4% de 2004.

Este reporte fue elaborado con base en información que se presume proviene de fuente confiable. No nos hacemos responsables de otras interpretaciones o distorsiones que del mismo hagan terceras personas. No representa una oferta de títulos valores. Las cifras presentadas reflejan comportamientos históricos o información del mercado a la fecha del informe. Para una reseña exacta se recomienda acudir a un Asesor Financiero. Las inversiones en Colombia están sujetas a las leyes de este país y su cumplimiento es responsabilidad del inversionista. Las opiniones y recomendaciones podrán cambiar sin previo aviso por efecto de las condiciones del mercado. Quedan reservados todos los derechos sobre esta publicación y por ende se prohíbe su reproducción total o parcial mediante cualquier medio mecánico o electrónico sin autorización escrita.