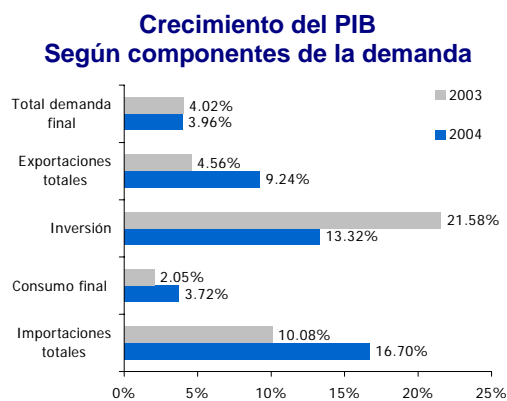


Medellín, viernes 22 de abril de 2005

## 1. CRECIMIENTO

Recientemente el DANE dio a conocer la cifra de crecimiento para 2004, el cual superó las expectativas del mercado luego del bajo crecimiento registrado en el tercer trimestre del año anterior. El dato observado en 2004 fue de 3,96%, mientras la expectativa promedio era de 3,80%. No obstante, el crecimiento estuvo por debajo del promedio latinoamericano 5,53% (sin incluir a Venezuela y Uruguay que crecieron por encima del 10%).



Fuente: DANE

Desagregando el comportamiento del crecimiento se destaca el incremento en el consumo, pues prácticamente se dobló frente al 2003 al ubicarse en 3,7%, mientras que superó el promedio desde 1995 (2,8%). Este resultado refleja la holgura monetaria implementada por el Banco de la República y a una mayor confianza de los consumidores. La inversión también mantuvo un amplio dinamismo al crecer 13,3%, aunque a un menor ritmo que el año anterior cuando se expandió 21,6%.

Entre tanto, la revaluación del 14% registrada en 2004 dejó sus huellas en el comercio exterior puesto que las importaciones se ampliaron a una tasa de 16,7% mientras que las exportaciones lo hicieron al 9,2%. Esta diferencia aportó negativamente a la demanda agregada y es un riesgo para 2005 ya que la demanda por productos extranjeros podría desplazar la doméstica.

Por otra parte, la tasa de desempleo nacional en febrero se ubicó en 14% equivalente a una disminución de 1,4% frente a la registrada en igual mes de 2004, mientras que para las trece principales ciudades, la tasa de desempleo fue de 15%, con una caída del 1,0%. El número de ocupados se incrementó en 268 mil y los subempleados se redujeron en 173 mil.

Finalmente, cabe mencionar que las buenas expectativas sobre el crecimiento colombiano para 2005 se mantienen. En días recientes el FMI dio a conocer su expectativa de 4% para 2005 y 2006, mientras la CEPAL proyecta un 3,5% para los mismos años. La expectativa de CORFINSURA y SUVALOR se mantiene en 3,5% para el año en curso.

## 2. INFLACIÓN

### Índice de Precios al Consumidor (IPC)

La inflación finalizó el primer trimestre en 5,03% acumulando así una disminución de 47 pb frente a diciembre de 2004. En lo corrido del año el IPC acumula una variación de 2,64%, siendo el nivel más bajo para un primer trimestre a lo largo de la historia. Con este resultado aumenta la probabilidad de que se cumpla la meta puntual del Banco de la República que para este año está en 5,0%.

La revaluación continúa favoreciendo la inflación a través de dos canales: 1) Menores presiones sobre los costos de producción al desacelerar el crecimiento de los precios de los insumos importados y 2) La variación negativa o escasamente positiva en rubros como electrodomésticos, calzado, automóviles y otros bienes importados. Al respecto, se destaca cómo la inflación de bienes transables en marzo se ubicó en 4,12%, mientras que hace un año estaba en 5,62%.

Por otra parte, la inflación sin alimentos acumuló una caída de 70 pb en el primer trimestre al cerrar marzo en 4,82%, que además es el nivel más bajo desde noviembre de 2002. Las presiones alcistas sobre la inflación durante el primer trimestre provinieron de los grupos de transporte y alimentos que aportaron 1,74% del 2,64% de la inflación acumulada en el periodo.

Para abril, CORFINSURA y SUVALOR proyectan una variación mensual del IPC de 0,52% lo cual llevaría a un leve repunte de 7 pb en la inflación doce meses de 5,03% a 5,10%. La expectativa promedio para la variación mensual según la encuesta de expectativas del Banco de la República es de 0,60%, lo que significaría una variación anual de 5,18%.

### Índice de Precios al Productor (IPP)

A diferencia de lo ocurrido con el IPC, el IPP en el primer trimestre ha registrado un repunte, aunque moderado (29 pb), al finalizar marzo en 4,97%. Así mismo, la variación acumulada en el primer

trimestre (2,48%) fue superior a la observada en similar periodo de 2004 (2,20%).

Según el uso o destino económico de los bienes que componen el IPP se destaca el descenso en el ritmo de crecimiento anual de los precios de los materiales de construcción que disminuyó de 6,15% en febrero a 4,87% en marzo. No obstante llama la atención el repunte de los bienes para el consumo final que se ubicó en 5,05% anual, siendo el nivel más alto desde abril de 2004.

### 3. SECTOR FINANCIERO

La recuperación del sector persiste. Prueba de esto es que en el 2004 las entidades financieras reportaron utilidades cercanas a los \$3 billones, y en el primer bimestre del 2005 tales utilidades superaron los \$560 mil millones, al crecer 12,7% frente al mismo periodo del año anterior.

Las instituciones financieras han cumplido los compromisos adquiridos con el Gobierno de aumentar los microcréditos. Esa cartera asciende a \$1,8 billones, un monto sin precedentes y mucho mayor al esperado.

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.

Esto es considerado una buena noticia para la economía. En la medida en que el sistema económico cuenta con un sector financiero saludable hay mayores posibilidades de irrigar crédito. Lo anterior, estaría facilitando un crecimiento más dinámico y mayores posibilidades de generación de empleo.

### 4. TASAS DE INTERÉS

Las buenas condiciones de liquidez caracterizaron el mercado interbancario durante todo el primer trimestre de 2005, favoreciendo la estabilidad observada en el precio del dinero. La tasa interbancaria continúa cayendo al ritmo de la amplia liquidez, y se mantiene alrededor de 15 pb por debajo de la tasa de interés de referencia del Emisor, que permanece sobre el 6,50%E.A.

Lo anterior concuerda con la decisión de la Junta Directiva del Emisor de este viernes, 22 de abril, de mantener inalteradas las tasas de interés de la

economía, pese a que resaltó los niveles mínimos alcanzados por la inflación.

En los primeros tres meses del 2005 la tasa de captación a 90 días ha registrado una caída de 46 pb. Al cierre de esta edición la DTF a 90 días marcó un nuevo mínimo histórico de 7,25%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.

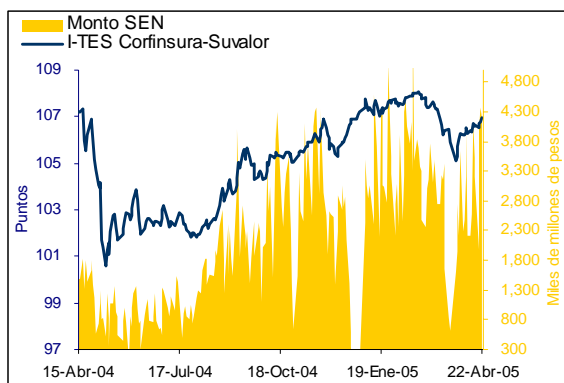
De otro lado, la holgura y estabilidad monetaria primó durante marzo. Por tercer mes consecutivo el mercado interbancario concluye con una amplia oferta de moneda legal. En el corto plazo, no existen razones para pensar que el Emisor realizará un cambio en su política monetaria. En efecto, en ausencia 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.

### 5. PRECIOS DE LA DEUDA PÚBLICA

#### Deuda Pública Interna

Aunque el índice representativo de deuda pública de CORFINSURA y SUVALOR, I-TES, registró una desvalorización de 1,71% en marzo, en lo corrido de abril se ha recuperado al repuntar 0,89%. En consecuencia, en lo corrido del año el índice el índice se ha desvalorizado 0,23%, sin embargo al incluir el cupón acumula una variación positiva en 2,27%. El volumen de transacciones en lo corrido de 2005 se ubica en \$3,2 billones promedio diario.

### Evolución del I-TES



Fuente: SEN, CORFINSURA y SUVALOR.

En cuanto al mercado primario, durante marzo Crédito Público emitió 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.

Entre enero y abril Crédito Público logró ejecutar el 46,2% de la meta de colocación establecida para este año en \$27 billones, incluyendo los \$3 billones utilizados para comprar reservas internacionales. En cuanto a las subastas el cumplimiento se ubicaba en el 38%, lo cual es un resultado muy favorable teniendo en cuenta que este resultado (\$3,6 billones) se obtuvo apenas en cinco subastas de TES tasa fija y dos de TES UVR.

Desde el punto de vista local, en abril las noticias para la deuda pública continuaron siendo positivas, puesto que se conoció que el déficit fiscal del Gobierno Nacional Central en enero se ubicó en 0,7% del PIB, disminuyendo 0,1% frente al resultado observado en enero de 2004, impulsado por un crecimiento de 22% en los ingresos tributarios.

Adicionalmente, el descenso en la inflación durante el primer trimestre que permitió mantener una política monetaria holgada, también fue un hecho positivo. Por último el paso en quinto debate del proyecto de reforma pensional en el Congreso también fue bien recibido por los inversionistas.

#### Deuda Pública Externa

En promedio durante el último mes los precios de los bonos de deuda pública externa colombiana disminuyeron 0,8%. Entre tanto, el EMBI+ Colombia se amplió 4,4% al finalizar el 21 de abril en 404 puntos. No obstante fue un mes de alta volatilidad en torno a las expectativas sobre crecimiento e inflación en EE.UU.

Inicialmente, el 22 de marzo la Reserva Federal subió otros 25 pb la tasa de interés de referencia (pasó de 2,50% a 2,75%) y adicionalmente señaló su

preocupación por las presiones inflacionarias en el corto plazo. Esto llevó a un alza en las tasas de los bonos del Tesoro a 10 años que pasaron de niveles de 4,45% antes de la reunión hasta 4,64% después de ésta.

Por otra parte, a mediados de abril con la publicación de las minutas de la reunión del 22 de marzo del FED y con resultados decepcionantes sobre las ganancias de importantes empresas de EE.UU, tales como General Motors e IBM, que reportaron utilidades por debajo de lo esperado, apareció el temor por una disminución en el ritmo de crecimiento de EE.UU. Esto acompañado por una inflación no sería un buen escenario para las economías emergentes. En consecuencia, las tasas de los bonos del Tesoro a 10 años disminuyeron hasta niveles de 4,20%, pero esto no se reflejó en mayor demanda por bonos colombianos.

No obstante una noticia favorable para las emisiones colombianas fue la recomendación que emitió el banco JPMorgan en un informe donde recomendó a sus clientes aumentar su exposición a bonos colombianos. El argumento es que la deuda colombiana se vio más afectada en la caída de marzo, y que no se ha recuperado al mismo ritmo que los demás países emergentes de la región. Ésta se suma al positivismo que generó el crecimiento y la aprobación de la reforma pensional en quinto debate que apenas en la última semana comenzaba a reflejarse sobre los precios de la deuda pública externa.

### 6. TASA DE CAMBIO

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%.

Aunque las noticias locales de carácter económico conocidas durante el mes favorecían la continuación de la revaluación, la incertidumbre externa generó 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 brasileño, 1,97% en el peso chileno y 0,71% en el peso mexicano.

La incertidumbre que se reflejó en 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 cotizó 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. Sin embargo, en lo corrido de abril los temores sobre el crecimiento económico estadounidense debilitaron al dólar e hicieron que la cotización de la divisa retornara nuevamente por los \$2.340, más de \$30 por debajo del cierre de marzo.

De otro lado, 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.

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.

Finalmente, 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.

### Índice de Tasa de Cambio Real (ITCR)

El índice de tasa de cambio real (ITCR) para marzo se ubicó en niveles de 116,32 puntos, equivalente a una revaluación de 9,04%, respecto al mismo mes del año anterior. En lo corrido del año, el índice sigue registrando la misma tendencia de la tasa de cambio nominal, de manera que en los primeros tres meses acumula una apreciación de 1,47%. No obstante, el sector exportador continúa dinámico, como lo demuestran las cifras de la balanza cambiaria, evidenciando que los niveles actuales de competitividad no han afectado al sector exportador.

---

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

Alejandro Piedrahita B.  
Jefe de Investigaciones Económicas  
alpiedra@corfinsura.com.co  
Ext. 512

Germán Verdugo R.  
Analista Senior de Investigaciones Económicas  
geverdug@corfinsura.com.co  
Ext. 392

Catalina Montoya H.  
Analista de Investigaciones Económicas  
camontoy@corfinsura.com.co  
Ext. 485

---