



**Viernes, 29 de abril de 2005**

---

Haga click aquí para suscribirse a todos los informes Económicos de Corfinsura.

---

## LA POLÍTICA MONETARIA Y EL PANORAMA EXTERNO

La Junta Directiva del Banco de la República en su reunión del pasado 22 de abril acordó mantener inalteradas sus tasas de interés y reiteró su decisión de continuar interviniendo de manera discrecional en el mercado cambiario. Esta decisión, aunque esperada por el mercado, es importante analizarla a la luz de la coyuntura actual.

Pese a que las reducciones en la inflación y en la inflación básica le dan espacio al Emisor para bajar las tasas de referencia, la decisión de mantenerlas estables se encuentra influenciada por el panorama externo, en la medida en que los incrementos continuos en las tasas de interés de EE.UU por parte de la Reserva Federal en un futuro, no muy lejano, harían nuevamente atractivas las inversiones en dólares, hecho que repercutiría en Colombia a través de una depreciación de la moneda. Al mantener las tasas estables, pese a que el crecimiento económico colombiano (3,96%) es inferior al de la región (5,5%) y a que la inflación ha caído cerca de 50pb al ubicarse actualmente en 5,03%, el Banco de la República trataría de mitigar la salida de capitales de corto plazo responsables de la devaluación.

Adicionalmente, desde finales del año pasado el Banco de la República, con la decisión de cerrar la ventanilla de contracción al mismo tiempo que irriga liquidez al mercado mediante la compra discrecional de dólares, ha buscado incidir en las tasas de mercado mediante un manejo activo de la oferta monetaria. Este enfoque hasta ahora ha dado resultado, pues la DTF ha caído desde 7,73% a finales de 2004 hasta el 7,26% actual y adicionalmente el Emisor ha evitado que la cotización del dólar se ubique por debajo de los \$2.300. Como contraprestación los agregados monetarios crecen a un ritmo anual de 15,60%, 17,46%, y 17,33% para M1, la base monetaria y M3, respectivamente. Pero al mismo tiempo las tasas, por ejemplo las del mercado de los TES, no han presentado las mismas disminuciones: los títulos con vencimiento el 26-Abr-12 han disminuido cerca de 14pb en lo corrido del año y el I-TES tan solo ha presentado una apreciación de 0,21% en este periodo.

Así mismo, dada la acumulación de reservas internacionales, las cuales se encuentran por encima de los US\$12.700 millones, incluso después de la venta de US\$1.250 millones al Gobierno, el país podría ajustarse, sin mayores traumatismos, al nuevo entorno internacional de mayores tasas de interés.

La experiencia internacional, y además la historia reciente, muestran cómo las tasas de referencia son el mecanismo más adecuado que puede utilizar un banco central para comunicar su posición de política económica. Hecho que además permite mantener y afianzar la credibilidad de la política monetaria. Incluso, es un riesgo que el crecimiento de los agregados monetarios, que en términos reales supera con creces el crecimiento del PIB, pueda generar algunas

---

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

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

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

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

---

presiones inflacionarias a futuro y disminuir la credibilidad del cumplimiento de la meta de inflación.

## CONTENIDO

- ▶ **Mercado Cambiario**  
Semana de gran estabilidad cambiaria
- ▶ **Mercado Accionario Colombiano**  
Manso optimismo en mercado accionario
- ▶ **Mercado Monetario y de Renta Fija**  
Semana de dinamismo monetario
- ▶ **Deuda Pública Interna**  
Alta valorización de TES en abril
- ▶ **Deuda Pública Externa**  
Comportamiento mixto al final de abril en deuda emergente
- ▶ **Mercados Internacionales**  
EE.UU.: desaceleración en el crecimiento se conjuga con alzas en el nivel de precios

## MERCADO CAMBIARIO

### Semana de gran estabilidad cambiaria

Con una leve alza de \$2,30 respecto al cierre del pasado 22 de abril, el dólar finalizó la semana en \$2.349. El período comprendido entre el 25 y el 29 de abril no presentó mayores variaciones, debido a que el mercado estuvo casi todo el tiempo a la expectativa de los resultados en Estados Unidos. Pero, dado que las señales brindadas por la economía norteamericana no fueron muy claras, la tendencia se determinó más en función del sendero seguido por el real y por los resultados de la intervención de algunos agentes locales de importancia como el Banco de la República y el Tesoro Nacional. El viernes no se presentó una estrecha correlación con el real, de tal forma que el breve repunte de \$2 fue más bien una consecuencia de la defensa de posiciones por parte de algunos fondos de valores importantes y de la intervención discrecional del Emisor.

Respecto al mes anterior, la divisa presentó una caída de \$28, lo que representa una revaluación de 1,18%. El monto negociado promedio fue de US\$540 millones, superior en sólo US\$1,5 millones al promedio de US\$538,55 correspondiente a marzo.

El jueves se realizó subasta de coberturas cambiarias por parte del Tesoro Nacional. Del total de US\$75 millones puesto a disposición por esta entidad se ofertaron US\$186 millones, de los cuales sólo se aprobarían US\$39 millones. Así, US\$23 millones correspondieron al plazo de 32 días, US\$8 millones al de 61 días y US\$8 al de 91 días, todos bajo la modalidad de swap. Las tasas de corte fueron de 3,50%, 3,60% y 3,70% de forma respectiva para los plazos establecidos en la subasta. Con esta operación las subastas totales de coberturas realizadas en el año por este ente gubernamental ascienden a US\$ 607 millones de los cuales US\$159 fueron realizados en abril.

### Expectativas

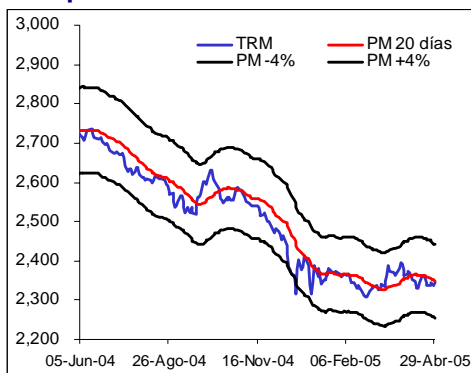
Se espera que la semana entrante sea más movida que la que hoy finaliza. Abundancia de noticias y resultados económicos en los

#### Estadísticas semanales del Dólar

Indicador	Semana del		Variación
	29-Abr-05	22-Abr-05	
TRM del día	2,344.87	2,336.35	8.52
Apertura Semana	2,348.00	2,368.00	-20.00
Mínima Semana	2,334.30	2,325.00	9.30
Máxima Semana	2,353.98	2,369.00	-15.02
Número de operaciones promedio	763.40	665.60	97.80
Monto promedio (Millones US\$)	517.29	447.91	69.38
Cierre semana (\$/US\$)	2,349.00	2,346.70	2.30
Volatilidad Promedio (\$/US\$)	12.92	11.98	0.94
Promedio TRM Semana (\$/US\$)	2,341.14	2,352.74	-11.60
Promedio móvil 20 días actual	2,349.35	2,359.69	-10.34
Devaluación año corrido	-2.79%		
Devaluación acumulada 12 meses	-11.41%		
TRM esperada para el Lunes	2,348.45		
Máximo 52 semanas	2,777.00		
Mínimo 52 semanas	2,285.10		

Fuente: SET FX, CORFINSURA y SUVALOR.

### Comportamiento Mercado Cambiario



Fuente: SET FX.

Estados Unidos harían que la divisa no dé muestras de variaciones tan leves, sino que podrían agitar y crear un poco más de incertidumbre en el mercado. Se destacan como los eventos más importantes el anuncio de tasas de interés por parte del Comité de Mercado Abierto el martes y el dato de desempleo que se publicará el próximo viernes 6 de mayo. Sin embargo, como destaca el informe internacional, el consenso apunta a que el FED continuaría con alzas moderadas en las tasas de referencia y por tanto el ruido sobre el mercado no sería tan fuerte. Más determinante será entonces el resultado que se pueda registrar en cuanto a desempleo, aunque este sólo repercutirá el último día de la semana. El dólar podría también continuar en correlación con el real, tal y como se viene presentando hace ya varias semanas. Los niveles de soporte y resistencia técnicos calculados para el lunes son de \$2.338,28 y \$2.359,76.

## MERCADO ACCIONARIO

### Comportamiento de las Acciones

Subieron		
Especie	Precio de Cierre	Variación Semanal
BANCO OCCIDENTE	14.000,00	10,24%
INV. NACIONAL DE CHOCOLATES	8.980,00	5,65%
GRUPO AVAL	300,00	4,53%
ISA	2.390,00	4,14%
CEMENTOS PAZRIO	4.150,00	3,75%
Bajaron		
Especie	Precio de Cierre	Variación Semanal
SURAMERICANA INVERSIONES	8.780,00	-2,44%
ACERIAS PAZ DEL RIO	18,30	-3,17%
COLOMBIANA DE INVERSIONES	11.560,00	-5,25%
COLTABACO	10.260,00	-7,57%
CARTON DE COLOMBIA	4.520,00	-9,60%

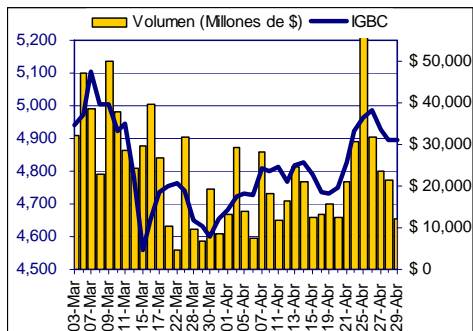
Fuente: Suvalor con base en datos de la Bolsa de Valores de Colombia.

### Manso optimismo en mercado accionario

La Oferta Pública de Adquisición (OPA) de Coltabaco y una relativa estabilidad en precios enmarcaron las negociaciones de la última semana del mes. El pasado lunes 25 de abril de 2005, la compañía GWP C.V., filial de Philip Morris International, adquirió el 96,65% de acciones de la Compañía Colombiana de Tabaco S.A. a través de una Oferta Pública de Acciones (OPA) realizada en la Bolsa de Valores de Colombia.

Según comunicó la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), los resultados de la OPA indicaron que cada acción de Coltabaco fue adjudicada a un precio de US\$4,878817 ó \$11.398,13 expresado en pesos colombianos. Esto resultó en un monto total de US\$299,6 millones, equivalente a \$700.007 millones en pesos.

### Evolución del IGBC



Fuente: Bolsa de Colombia y Suvalor

Si bien la tan esperada transacción repercutió de manera favorable sobre el resto del mercado, en las sesiones siguientes el ánimo comprador se fue diluyendo y las órdenes de compra se apilaron en algunos pocos emisores. Así, el IGBC finalizó abril en 4.895,81 puntos, después de desvalorizarse un modesto 0,58% en las últimas cinco sesiones. El índice representativo acumuló en el cuarto mes del año un incremento del 5,22% y del 12,66% en lo corrido de 2005.

Según informó la BVC, 65 de las 107 compañías inscritas en bolsa distribuirían en 2005 dividendos por cerca de \$2 billones. Las acciones de Colsanitas, Corfivalle, Megabanco y ETB preferencial encabezan las rentabilidades por dividendo, con tasas anuales del 16,91%, 16,19%, 15,54% y 14,39% respectivamente, para el periodo comprendido entre 2005 y 2006 (precios base del 31 de marzo de 2005). En términos nominales, Bancolombia entregará el mayor monto de dividendos en los próximos doce meses, \$216.837 millones, lo que representa una rentabilidad anual por dividendos por 4,64%.

Por otra parte, Suramericana de Inversiones informó que sus utilidades netas alcanzaron en el primer trimestre en \$9.427 millones, \$40.779 millones por debajo del mismo periodo del año anterior. No obstante, la Compañía manifestó que ésta "se explica por los cambios en los precios de las acciones que tenemos clasificadas como negociables, que en el año 2004 totalizaron \$49.535 millones a favor, mientras en el primer trimestre de este año cerraron en -\$486 millones, generando una diferencia anual en contra por \$50.021 millones".

millones.”

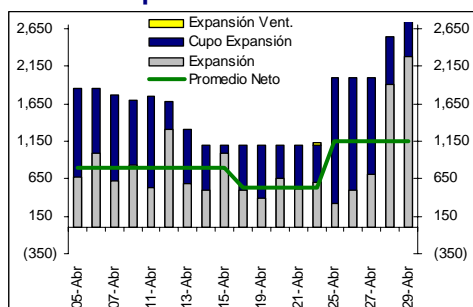
En la rueda del viernes, la especie de Bavaria abarcó gran parte de los \$12.257 millones transados en acciones, al acumular un 17,57% del total. La concentración de los negocios se materializó también en las demás sesiones, en especies como las de Argos, Suramericana de Inversiones y Bancolombia Preferencial, además de la acción de Bavaria.

### Expectativas

La OPA de Coltabaco trajo consigo un renovado optimismo al piso accionario, así como una amplia liquidez que en las próximas semanas podría darle un soporte al nivel de precios. No obstante, y dados los significativos incrementos que ya acumulan gran número de especies, los inversionistas en renta variable centrarán cada vez más su atención en los resultados corporativos, y de manera consecuente, tomarán posiciones más selectivas. De esta forma, se espera que el mercado accionario mantenga un matiz positivo en las próximas sesiones, aunque muy posiblemente los incrementos serán menos generalizados.

## MERCADO MONETARIO Y DE RENTA FIJA

### Operaciones de Contracción y Expansión Monetaria



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

### Operaciones de Mercado Abierto (semanales)

	Expansión	
	Actual	Anterior
Cupo	2,310	1,100
Demanda	1,143	530
Aprobación	1,143	530
Tasa E.A.	6.50%	6.50%
Uso Promedio de los Cupos	1,143	

Fuente: Cálculos Corfinsura y Suvalor con base en Banrepública.

### Semana de dinamismo monetario

La semana que hoy termina fue testigo del mayor dinamismo monetario de los últimos meses. Si bien en los primeros dos días sorprendieron las moderadas demandas, las últimas sesiones permitieron observar un incremento en la solicitud de recursos al Emisor. A pesar de la obligación de encaje bisemanal, el sobre encaje que poseía en el momento el sistema financiero y la liquidez adicional por el pago de cupones de los TES con vencimiento el 26 de abril de 2012, hicieron que las solicitudes del lunes y del martes fueran bajas en relación a lo esperado.

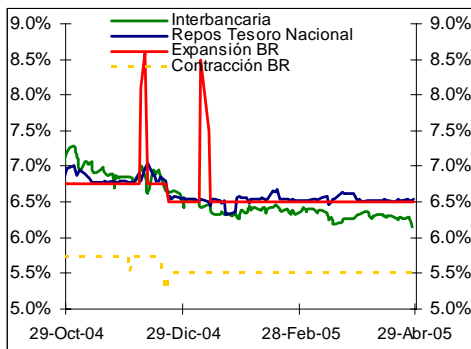
Sin embargo, desde el miércoles la demanda comenzó a incrementarse para superar los \$2 billones este viernes. Lo anterior obedece a algunas restricciones de liquidez presentadas en el mercado interbancario debido a la devolución de impuestos al Gobierno y por el aumento en el apetito por recursos derivado de las obligaciones de fin de mes. Así, el promedio demandado en la semana fue de \$1,1 billones con una utilización media del cupo de 49,48%.

En consecuencia, con la disminución de liquidez en el interbancario y el aumento de las presiones de demanda, el Emisor hizo una buena previsión e incrementó progresivamente los cupos de los repos hasta hacerlos realmente altos en los dos últimos días de la semana: \$2,55 billones el jueves y \$3 billones el viernes. De esta forma, la disponibilidad de recursos se hizo amplia y se eliminaron posibles resultados alcistas en los resultados de las tasas de interés.

El Tesoro Nacional realizó en la semana giros por \$1,3 billones y así consolidó en el mes un total de \$5,5 billones.

Los resultados mensuales indican que el cupo promedio fue de \$1,6 billones, levemente superior al promedio de \$1,55 billones del mes

### Evolución de las Tasas de Interés



Fuente: Corfinsura con base en el Banco de la República y la Superbancaria.

anterior. Mientras tanto la demanda promedio se ubicó en \$818 mil millones, un poco por debajo de los \$869,56 mil millones alcanzados en marzo. La utilización media del cupo durante el mes fue de 49,65%.

Finalmente, los bajos niveles de tasas de interés favorecieron la emisión de títulos de contenido crediticio por parte del sector financiero. En la semana se resalta la emisión de CDT a 18 meses que realizó el Banco de Bogotá por un total de \$100 mil millones, ampliable a \$200 mil millones. La demanda por estos papeles alcanzó \$160 mil millones y la tasa de corte fue de DTF + 0,4%.

### DTF e interbancaria en bajo nivel

Durante abril las tasas de interés alcanzaron niveles mínimos respecto a su evolución histórica. El resultado puntual de la última semana fue de 7,32%E.A., ligeramente superior al de la semana anterior, pero aún bajo en comparación con los niveles registrados un año atrás. De esta forma, la DTF promedio del mes se ubica en 7,29%E.A., inferior en 4pb al resultado de 7,29%E.A del tercer mes de 2005. La misma dinámica mensual se dio con la DTF a 180 días y la DTF a 360 días, cuyo promedio fue de 7,84%E.A. y 7,99% E.A., inferiores en 10 y 14 pb frente los promedios del mes anterior. La interbancaria también se encontró en niveles bajos durante el mes. Con datos hasta el 27 de abril de 2005 el promedio de ésta fue de 6,29% E.A., con lo que permanece igualmente en mínimos históricos y por debajo de las tasas del Emisor.

### Montos promedio y tasas de captación por CDT

	Actual		Anterior		Variación Semanal	
	Monto*	Tasa	Monto*	Tasa	Monto	Tasa (pb)
Bancos	60,02	7,19%	47,57	7,10%	26,15%	9
CF	8,65	7,58%	5,15	7,88%	67,96%	-30
CFC	5,49	8,32%	5,64	8,03%	-2,53%	28
<b>DTF 90</b>	<b>74,16</b>	<b>7,32%</b>	<b>58,36</b>	<b>7,26%</b>	<b>27,07%</b>	<b>6</b>
<b>DTF 180</b>	<b>48,56</b>	<b>7,77%</b>	<b>35,28</b>	<b>7,81%</b>	<b>37,62%</b>	<b>-5</b>
<b>DTF 360</b>	<b>4,69</b>	<b>7,83%</b>	<b>5,62</b>	<b>8,30%</b>	<b>-16,51%</b>	<b>-48</b>

Fuente: Cálculos Corfinsura y Suvalor con base en el Banco de la República.

\* Cifras en miles de millones de pesos.

Nota. Datos provisionales.

### Expectativa

La reducción de liquidez que experimentó el mercado interbancario durante esta semana no es motivo de preocupación. Por un lado, porque el Emisor con la ampliación de su cupo permitió suplir fácilmente las necesidades de liquidez del mercado y por otro, porque ésta respondió a motivos netamente coyunturales que en realidad no implican mayor distorsión respecto a lo que viene viviendo el mercado en los últimos días. Se espera entonces que la semana entrante siga presentando niveles de demanda moderados, aunque mayores a los de semanas anteriores.

## MERCADO DE DEUDA PÚBLICA INTERNA

### Alta valorización de TES en abril

Con una confirmación de la racha positiva que ha mantenido la deuda pública interna en el último mes finalizó la última semana de abril. En efecto, en las últimas cinco sesiones la curva de rendimientos de los TES se desplazó 26 pb hacia abajo, mientras que el volumen

### Evolución semanal de los TES a tasa fija

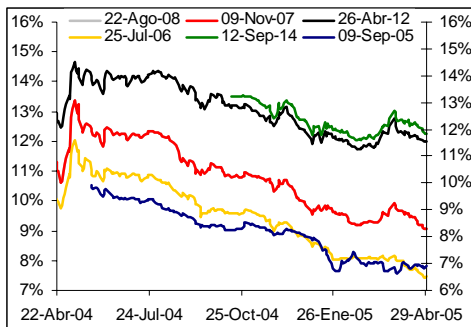
Fecha	Tasa E.A. Promedio			Monto Promedio SEN*		
	Actual	Anterior	Cambio	Actual	Anterior	Variación
07-Abr-06	7,27%	7,48%	-21	210,9	246,6	-14,48%
25-Jul-06	7,47%	7,68%	-21	208,4	254,3	-18,03%
14-Mar-07	8,52%	8,70%	-19	163,6	138,1	18,47%
09-Nov-07	9,10%	9,32%	-22	569,5	646,2	-11,87%
22-Ago-08	9,74%	9,96%	-22	280,0	274,6	1,96%
10-Jul-09	10,44%	10,87%	-43	167,9	162,0	3,66%
12-Feb-10	11,02%	11,44%	-42	266,8	290,2	-8,06%
26-Abr-12	12,01%	12,14%	-13	322,6	697,9	-53,78%
12-Sep-14	12,31%	12,55%	-23	611,8	399,6	53,11%
<b>Promedio Total</b>				<b>3,472.49</b>	<b>3,642.18</b>	<b>-4,66%</b>
<b>Simultáneas y Repos**</b>				<b>1,456.15</b>	<b>1,303.04</b>	<b>11,75%</b>

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

\* Cifras en miles de millones de pesos.

\*\* Son operaciones de compra/venta de TES con pacto de recompra/venta

### Rendimientos de los TES Tasa Fija en el Mercado Secundario



Fuente: Corfinsura con base en datos del SEN.

promedio diario de negociaciones a través del SEN (Sistema Electrónico de Negociación) se mantuvo prácticamente estable (-4,6%) frente a siete días atrás en \$3,5 billones. Entre tanto, durante abril el promedio diario de negociaciones se ubicó en \$3,3 billones.

Pese a la importante valorización de los TES esta semana, cabe mencionar que la tendencia se mantuvo hasta el miércoles, pues en los dos últimos días de negociación la curva de rendimientos registró estabilidad. Al igual que en la semana anterior, el hecho más destacado fue la preferencia por títulos de mediano plazo, puesto que los TES con vencimiento en 2009 y 2010 finalizaron con reducciones semanales superiores a 40 pb. Otro hecho destacado es la pérdida de liquidez de los títulos con vencimiento el 26-abr-12, que además habían sido los TES de referencia, puesto que en promedio diario apenas movilizaron \$320 mil millones, cuando hace pocas semanas este indicador se acercaba al billón de pesos.

#### Resultados de la subasta de TES a tasa fija

Plazo	Fecha	Primera Vuelta	No Competitiva	Cupo	Emisión	Tasa Corte Actual	Tasa Corte Anterior	Variación (Pb)	
1	07-Abr-06	353.50	80.70	40.35	12.66	6.95%	7.19%	-24	
3	11-Abr-08	281.30	83.00	41.50	-	9.15%	9.59%	-44	
4	10-Jul-09	243.50	64.50	32.25	22.00	10.24%	10.95%	-71	
6	12-Feb-10	253.90	87.40	43.70	1.10	10.86%	11.46%	-62	
10	12-Sep-14	292.20	84.20	42.10	17.37	12.19%	12.39%	-20	
Totales		1,434.10	399.80	199.90	53.13				
		Total Emisión		452.93					

Fuente: Cálculos Corfinsura con base en datos de Crédito Público.

Nuevamente los factores locales permitieron que se sostuviera la demanda por títulos de deuda pública interna. Durante la semana se conoció que la producción industrial creció 7,4% en el primer bimestre frente a similar periodo de 2004, así mismo las ventas industriales se incrementaron 6,2% y la utilización de la capacidad instalada finalizó febrero en 76,3%, para mantenerse en niveles históricamente altos. Este tipo de indicadores genera confianza sobre el crecimiento en el primer trimestre. A esto se sumó la amplia disponibilidad de liquidez ante el mantenimiento de una política monetaria holgada por parte del Banco de la República en la reunión del 22 de abril.

Por último, cabe mencionar que, pese a que las cifras económicas conocidas esta semana en EE.UU generaron mayores temores sobre la posibilidad de una estanflación, el mercado de deuda pública interna se mantuvo inmune ante dicha situación, incluso a pesar del moderado repunte en la tasa de cambio peso – dólar al final de la semana.

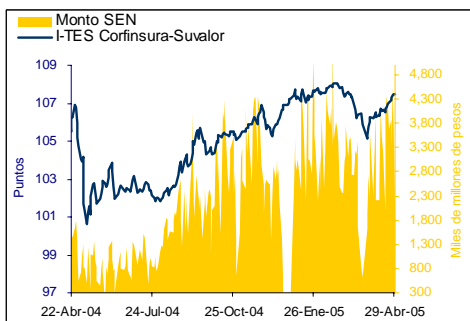
#### Subasta de TES

Esta semana Crédito Público emitió \$452 mil millones en TES tasa fija a todos los plazos, completando así el 43% de la meta de colocación a través del mecanismo de subastas para todo el 2005 (\$9,5 billones). Las tasas de corte de la subasta de esta semana se ubicaron en promedio 44 pb por debajo de la anterior (abril 13), mientras que terminaron 13 pb por debajo de las tasas del mercado secundario. Este resultado refleja el mayor apetito por TES que hubo en los últimos quince días. Por otra parte, la colocación de TES a 119 días registró una tasa de corte de 6,74%, equivalente a una disminución de 6 pb frente a ocho días atrás.

#### Comportamiento del I-TES

Durante la última semana de abril el índice representativo de deuda pública, I-TES, de CORFINSURA y SUVALOR obtuvo una valorización de 0,39% al finalizar el viernes 29 de abril en 107,45 puntos. De esta forma, en el cuarto mes del año el índice alcanzó una valorización de 1,36%, siendo el mejor resultado mensual en lo corrido del 2005. En lo corrido del año los TES se han valorizado un 0,24%. Al incluir el cupón la rentabilidad acumulada en 2005 asciende a 2,95%.

#### Evolución del I-TES



Fuente: Corfinsura y Suvalor.

## Expectativa

La próxima semana comenzará con noticia en materia de precios, puesto que el domingo 01 de mayo el DANE revelará la cifra de inflación para abril. La expectativa promedio del mercado según la encuesta de Reuters para la variación mensual del IPC es 0,56%. CORFINSURA y SUVALOR estiman que la inflación podría ubicarse entre 0,40% y 0,52%, de manera que la inflación doce meses se mantendría sobre los niveles actuales (entre 4,98% y 5,10%). Por otra parte, en el orden local será importante la publicación del Informe de Inflación correspondiente al primer trimestre de 2005, el cual será publicado por el Banco de la República el miércoles 04 de mayo.

Desde el punto de vista externo, el mercado de deuda pública interna podría verse influenciado por el resultado de la reunión del FED el martes 03 de mayo, para la cual CORFINSURA y SUVALOR esperan un aumento de 25 pb en la tasa de interés de referencia de 2,75% a 3,0%.

### Evolución semanal de los bonos soberanos

Vencimiento	Moneda	Cupón %	Duración	Monto Vigente*	Spread	Precio 29-Abr-05	Variación Semanal
13-Jun-06	USD	10.500	1.0	500	69	106.902	0.15%
15-Feb-07	USD	7.625	1.7	750	90	104.900	0.19%
01-Abr-08	USD	8.625	2.6	500	219	106.800	0.75%
23-Abr-09	USD	9.750	3.4	999	285	110.200	0.73%
09-Jul-10	USD	10.500	4.1	507	363	112.100	0.99%
09-Abr-11	USD	9.750	4.7	709	343	110.900	1.98%
23-Ene-12	USD	10.000	5.0	900	410	109.400	0.69%
15-Ene-13	USD	10.750	5.4	750	423	113.150	0.58%
22-Dic-14	USD	8.250	9.8	635	502	113.150	0.19%
15-Feb-16	USD	8.700	7.1	200	454	98.894	0.86%
25-Feb-20	USD	11.750	7.9	1075	471	121.000	1.26%
21-May-24	USD	8.125	9.3	500	456	91.500	1.67%
15-Feb-27	USD	8.375	9.8	210	464	93.000	0.00%
28-Ene-33	USD	10.375	9.8	635	502	107.750	1.17%
20-Oct-05	EUR	11.250	0.5	533	86	103.779	-0.15%
31-Ene-08	EUR	11.375	2.5	800	263	115.890	0.76%
31-May-11	EUR	11.500	4.5	400	362	123.605	0.41%

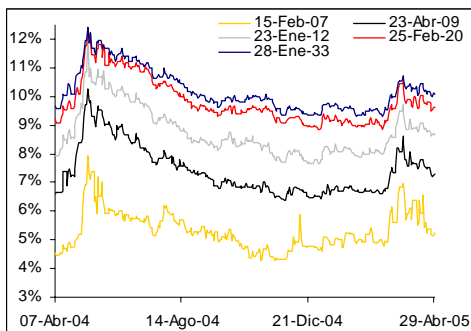
Fuente: Cálculos Corfinsura y Suvalor con base en datos de JPMorgan.  
\*Cifras en millones de USD

## MERCADO DE DEUDA PÚBLICA EXTERNA

### Comportamiento mixto al final de abril en deuda emergente

Con bajo dinamismo y con preocupación por la desaceleración del crecimiento en EE.UU finalizó la última semana de abril el mercado de deuda soberana emergente. Mientras el precio del bono más representativo de la deuda emergente, Brasil 2040, exhibió una caída de 0,66% durante la semana, la deuda colombiana obtuvo una valorización promedio de 0,86%. Entre tanto, el spread del EMBI+ se amplió 1,03% durante la semana al finalizar en 393 puntos. En consecuencia, el comportamiento lateral con baja volatilidad continúan siendo las principales características de este mercado.

### Rendimiento de los Bonos Soberanos

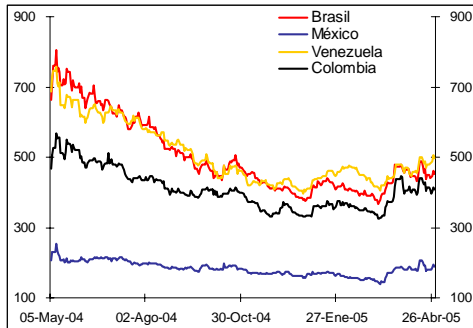


Fuente: Corfinsura con base en JPMorgan.

El principal móvil del mercado de deuda soberana emergente continúa siendo el temor por la estanflación, que se vio reforzado esta semana con la publicación de la cifra de crecimiento económico de EE.UU durante el primer trimestre, al ubicarse por debajo de las expectativas (3,1% vs. 3,5%, respectivamente). Así mismo, el deflactor implícito del PIB y el del gasto personal de consumo, dos medidas de inflación, registraron repuntes (mayor información en la sección de mercados internacionales). En consecuencia, esta semana se mantuvo la incertidumbre sobre el ritmo de alzas de tasas de interés por parte de la Reserva Federal en los próximos meses, al tiempo que una disminución en el crecimiento de EE.UU puede afectar el crecimiento de las economías emergentes.

No obstante, las noticias locales de las economías emergentes continuaron siendo positivas. Por el lado de Colombia la renovación de un acuerdo por US\$600 millones con el FMI durante 18 meses da tranquilidad a los inversionistas sobre la disciplina fiscal del país en el corto plazo. Entre tanto, Brasil registró un positivo balance fiscal primario al cierre del primer trimestre al obtener un superávit equivalente al 4,84% del PIB y aumentó frente a febrero (4,78%) para mantenerse por encima de la meta para 2005 de 4,25%. No obstante, en Brasil han surgido preocupaciones porque el aumento de la tasa del banco central (Selic) pueda continuar aumentando y esto comience a reflejarse en un menor crecimiento.

### Evolución del EMBI+



Fuente: JPMorgan y Bloomberg.

Pese a la tendencia de la parte final del mes en la deuda emergente, abril fue un mes positivo para los bonos colombianos toda vez que alcanzaron una valorización promedio (en precio) de 1,56%. Entre tanto, el spread de Colombia se amplió 2,5% durante abril al finalizar en 407 puntos, aunque buena parte respondió a la disminución en las tasas de los bonos del Tesoro en las últimas semanas (la tasa del bono a 10 años se redujo 30 pb en abril de 4,50% a 4,20%).

### Expectativa

Con el comienzo de un nuevo mes, comienza también la lluvia de cifras económicas en EE.UU y CORFINSURA y SUVALOR esperan que estas contribuyan a definir la tendencia de los bonos de deuda externa colombianos. La próxima semana la decisión más importante será la que tome el FED en la reunión del 3 de mayo, para la que la expectativa es un aumento de 25 pb (de 2,75% a 3,0%). Así mismo, entre lunes y miércoles, se dará a conocer el ISM y el ISM no manufacturero, que dan cuenta del comportamiento de la actividad industrial y de servicios durante el mes de abril. Otros indicadores importantes serán la creación de empleo no agrícola (expectativa de 170 mil nuevos puestos en abril) y el crecimiento de la productividad no agrícola (expectativa de 1,8% en el primer trimestre) los cuales están en la agenda del viernes. En consecuencia, la primera semana de mayo podría mantenerse la tendencia lateral, aunque con una mayor volatilidad en la medida en que se pueden conocer cifras mixtas en materia de inflación y crecimiento en EE.UU.

## MERCADOS INTERNACIONALES

### Cotizaciones Internacionales

Bonos del Tesoro	Hoy	Semana Anterior	Variación Semana
Yield Tesoro 30 años	4.49%	4.58%	-9 pb
Yield Tesoro 10 años	4.21%	4.25%	-4 pb
Yield Tesoro 2 años	3.64%	3.60%	4 pb
Yield Tesoro 13 Semanas	2.89%	2.91%	-2 pb
<b>Tasas de Interés</b>			
Libor	3.41%	3.38%	3 pb
Prime	5.75%	5.75%	pb
<b>Mercancías</b>			
WTI (US\$/barril)	50.25	54.34	-7.53%
Brent (US\$/barril)	49.99	53.26	-6.14%
Oro (US\$/onza)	434.89	434.60	0.07%
Café (US\$/ctvs/libra)	136.70	134.50	1.64%
<b>Monedas</b>			
Euro (US\$/Euro)	1.2868	1.3065	-1.51%
Yen (Yen/US\$)	1.9076	1.9144	-0.36%
Libra (US\$/GBP)	104.82	106.00	-1.11%
Real (Reales/US\$)	2.53	2.54	-0.47%
Peso Chileno (\$/US\$)	582.25	576.45	1.01%
Peso Argentino (\$/US\$)	2.91	2.90	0.39%
Bolívar (Bol/US\$)	2,147.00	2,147.00	0.00%
<b>Deuda Soberana</b>			
BRASIL C BOND (Precio)	113.00	113.75	-0.66%
VENEZUELA DCB (Precio)	99.50	99.70	-0.20%
EMBI+	393.00	389.00	1.03%
SPREAD COLOMBIA (pbs)	406.00	414.00	-1.93%
SPREAD BRASIL (pb)	455.00	449.00	1.34%
SPREAD MÉXICO (pb)	189.00	181.00	4.42%
SPREAD VENEZUELA (pb)	495.00	479.00	3.34%
SPREAD PERÚ (pb)	220.00	239.00	-7.95%

Fuente: Bloomberg. Cifras al cierre del informe.

### EE.UU.: desaceleración en el crecimiento se conjuga con alzas en el nivel de precios

El Departamento de Comercio de EE.UU anunció al finalizar la semana que la economía creció un 3,1% durante el primer trimestre del 2005, la cifra más baja de los últimos dos años. Este crecimiento es 0,7% menor que el registrado en el cuarto trimestre de 2004, que fue del 3,8%, y se ubicó por debajo de las expectativas de los analistas de 3,5%. El crecimiento de la actividad económica en el primer trimestre del año se vio afectado por el incremento en las importaciones a pesar de la debilidad del dólar, sumado a un menor nivel de ventas y a una mayor acumulación de inventarios. Por otra parte, el deflactor de precios del PIB registró un aumento de 3,2% frente a 2,1% esperado por el mercado, lo que da muestras de inminentes presiones inflacionarias.

De forma opuesta, el viernes el Departamento de Comercio de los EE.UU anunció que tanto el gasto en consumo como el ingreso de los norteamericanos registraron incrementos durante el mes de marzo por encima de las expectativas del mercado. El gasto personal en consumo aumentó 0,6% frente a un 0,4% esperado, mientras los ingresos se elevaron un 0,5% tras haberse ubicado en 0,4% en el mes pasado. Por su parte, el deflactor del gasto personal básico registró un incremento del 1,7% durante los últimos 12 meses, dentro de lo esperado por el mercado.

Adicionalmente, al inicio de la semana se conoció que las ventas de casas usadas en EE.UU aumentaron un 1% en marzo, 6,89 millones de unidades más que en febrero. De la misma manera, se conoció

---

que las ventas de viviendas nuevas registraron un comportamiento muy positivo durante el mes de marzo. Los 1,431 millones de unidades registradas significaron un incremento inesperado del 12,2% respecto al mes anterior, luego de que el mercado esperara un descenso hasta alcanzar las 1,195 millones

No obstante, la confianza de los consumidores norteamericanos disminuyó durante el mes de abril, según lo reveló el Conference Board. Los 97,7 puntos que registró el índice estuvieron por debajo del dato de marzo en 4,7 puntos y marginalmente por debajo de las expectativas de los agentes. Adicionalmente, el índice de confianza al consumidor calculado por la Universidad de Michigan cayó a 87,7 puntos en abril, luego de haberse ubicado sobre los 92 puntos el mes pasado. Los mayores precios del petróleo y el decaimiento en el grado de contratación laboral explicaron el resultado de este mes. Los inversionistas dieron una lectura negativa a la noticia en cuanto se esperaba un menor gasto por parte de los consumidores para abril, lo que reafirma las ideas de un proceso de enfriamiento de la economía norteamericana.

De esta manera, es probable que la desaceleración del crecimiento y la subida de los precios alienten el temor de estanflación que, al combinar estancamiento e inflación constituye un escenario de riesgo para la economía. Cabe mencionar que el próximo martes se reúne la Comisión Federal de Mercados Abiertos (FOMC por sus siglas en inglés) en donde se discutirá el rumbo de la política monetaria a la luz de estos últimos datos. Sin embargo, el consenso de los analistas indica que la FED optará por incrementar las tasas en 25pb por octava ocasión consecutiva, con lo que la tasa de referencia alcanzaría el 3%.

Finalmente, para la próxima semana los mercados financieros internacionales estarán a la expectativa de la publicación de los índices ISM para el sector servicios y manufacturero, la productividad del primer trimestre del año, la tasa de desempleo y la creación de empleos de abril, que servirán para seguir monitoreando la actividad económica estadounidense.

#### **Euro por debajo del US\$1,29/EUR**

Aunque el dato de crecimiento de la economía norteamericana fue el menor de los últimos dos años, el euro cedía terreno frente al dólar al finalizar la semana. En efecto, el dólar se cotizó al alza ante las principales divisas, debido a que los rumores de estanflación favorecían los activos denominados en dólares ante una mayor percepción de riesgo entre los inversionistas. El euro retrocedió 0,76% en abril hasta los US\$1,2868/EUR.

No obstante, el dólar alcanzó el viernes un mínimo de cinco semanas frente al yen en medio de especulaciones de que China pronto podría permitir una mayor flexibilidad en la cotización de su moneda. Un informe del Gobierno Chino desató rumores de una revaluación inminente al decir que las reformas efectuadas al sistema financiero y al mercado cambiario habían creado las condiciones propicias para que el país ajustara el yuan. De esta manera, si el yuan chino subiera frente al dólar, eso permitiría que otros bancos centrales asiáticos relajaran sus esfuerzos para debilitar en forma artificial sus monedas frente a la divisa norteamericana y aún mantendrían la competitividad de sus exportaciones frente a las de China.

---

**Índices Bursátiles Internacionales**

Indicador	Hoy	Semana Anterior	Variación Semana
Dow Jones (USA)	10,116	10,158	-0.41%
Nasdaq (USA)	1,906	1,932	-1.36%
S&P 500 (USA)	1,148	1,152	-0.37%
BE500 (Europa)	186	189	-1.37%
Dax (Alemania)	4,185	4,223	-0.90%
FTSE (Inglaterra)	4,802	4,849	-0.98%
CAC 40 (Francia)	3,912	3,980	-1.72%
MIB30 (Italia)	30,989	31,380	-1.25%
SPI (Suiza)	4,444	4,480	-0.80%
Nikkei (Japón)	11,009	11,046	-0.34%
Bovespa (Brasil)	24,522	24,767	-0.99%
Merval (Argentina)	1,343	1,355	-0.88%
Mexbol (México)	12,239	11,995	2.03%

Fuente: Bloomberg. Cifras al cierre del informe.

**Wall Street en terreno negativo**

Los débiles datos de crecimiento afectaban al mercado de acciones estadounidense, mientras los reportes de utilidades de las empresas no generaban optimismo ni alentaban a la renta variable estadounidense. Las acciones de Amazon caían este miércoles aproximadamente un 6%, un día después que la empresa de ventas online reportara ganancias menores a las esperadas por los inversionistas. Adicionalmente, Exxon Mobil, la mayor compañía de petróleo del mundo, caía 2,5% a US\$56,90, luego de reportar una mayor ganancia trimestral por los altos precios del petróleo, pero los resultados no alcanzaron las expectativas de los analistas.

En contraste, Boeing avanzaba luego que el fabricante de aviones registrara un descenso en su ganancia del primer trimestre, aunque superó las estimaciones de los analistas y mantuvo su proyección de entregas de aviones comerciales para el 2005 y el 2006. Finalmente, Microsoft avanzó este viernes un 2%. La ganancia de la gigante de software casi se duplicó en el tercer trimestre fiscal, pese a que la compañía registró ingresos inferiores a los proyectados. De esta manera, los índices bursátiles estadounidenses cierran el mes con las siguientes variaciones frente a marzo: Dow Jones(-2.96%), Nasdaq(-3.88%) y S&P 500 (-2,01%)

**Tesoros se valorizan ante los temores de estanflación**

Los títulos del Tesoro de EE.UU cerraron la semana con valorizaciones, impulsados por los temores de estanflación. Un menor crecimiento podría motivar a la Reserva Federal a detener los incrementos de las tasas de interés antes de lo que se esperaba. En contraste, los indicadores de la inflación dados a conocer esta semana mostraron incrementos en las presiones inflacionarias, lo que llevaría a la FED a acelerar los incrementos en lugar de frenarlos. En síntesis, se podría decir que el fenómeno de estanflación constituye un riesgo para la economía en general, lo que impulsa a los inversionistas a refugiarse en títulos de renta fija, ya que son los menos riesgosos del mercado.

Para esta semana, mientras el mercado de bonos espera la decisión del FED del martes y los demás indicadores económicos, algunos analistas ven como un fuerte soporte técnico para el bono de referencia a 10 años los niveles cercanos al 4,12%. Finalmente, cabe mencionar que en lo corrido de abril la nota a 10 años ha caído alrededor de 29pb para cerrar el mes sobre los 4,21%.

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.