

18 de Agosto de 2023

# Desarrollar el mercado de capitales en un entorno de reformas y un contexto macro complejo

Mauricio Santa María  
Presidente



# Agenda



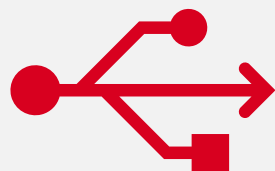
¿Cómo afecta la macro las decisiones de los inversionistas?



Perspectivas de inversión en un escenario de incertidumbre



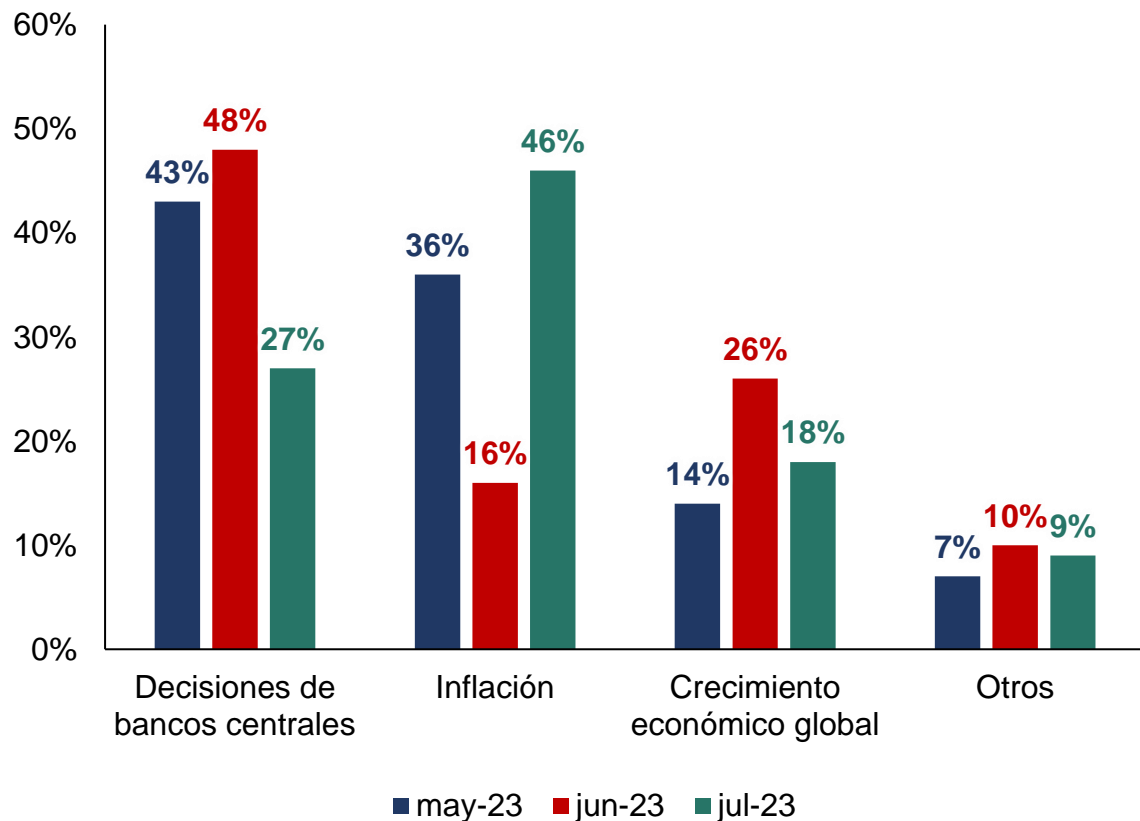
Las reformas del gobierno y sus efectos



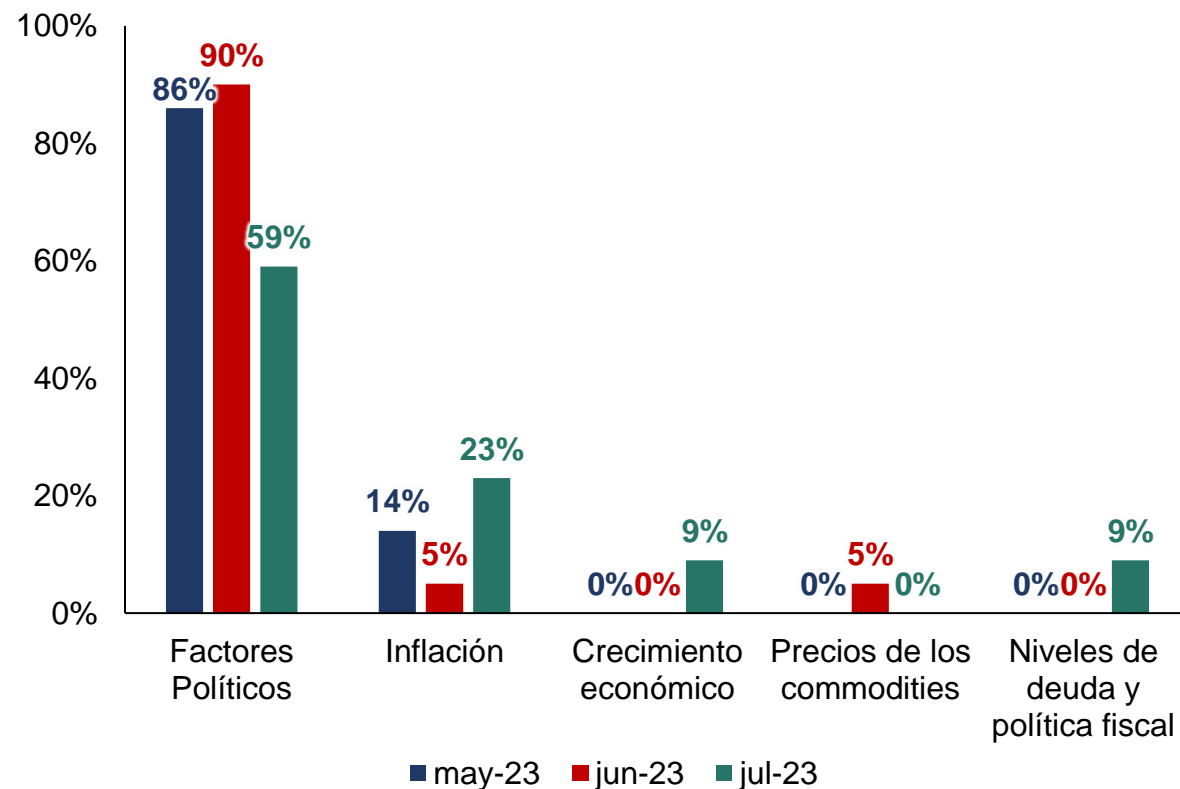
**¿Cómo afecta la macro las decisiones de los inversionistas?**

# El entorno macroeconómico es el factor que más tienen en cuenta los inversionistas extranjeros, mientras que los factores políticos son los de mayor peso para la inversión local

## Determinantes de inversión Externos (% de respuestas)



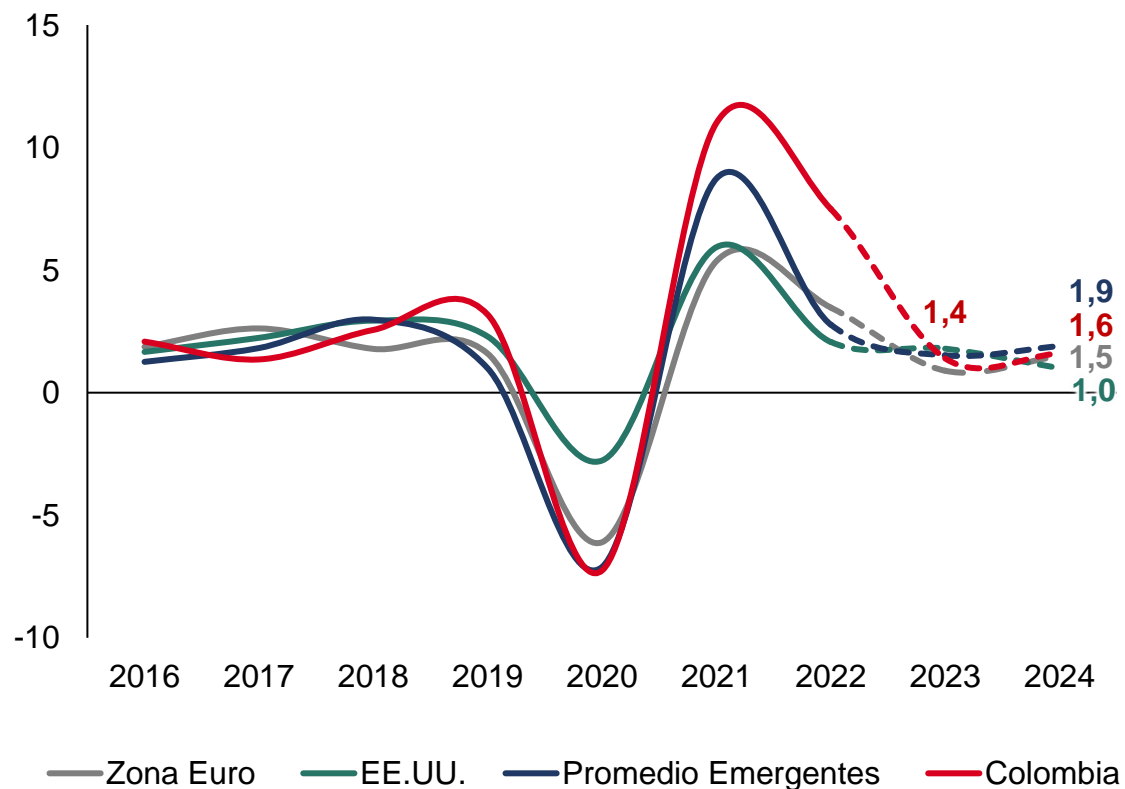
## Determinantes de inversión Locales (% de respuestas)



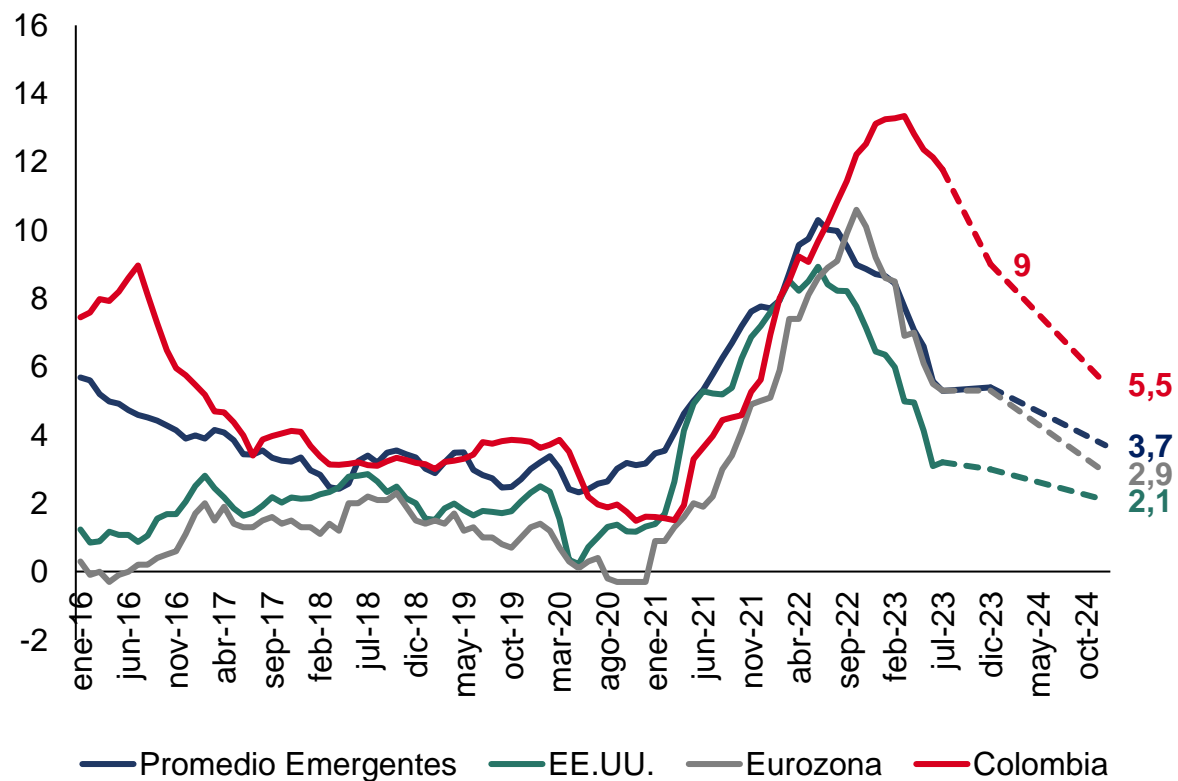
Fuente: Gran Encuesta de Activos Financieros Davivienda Corredores.

# Nuestras proyecciones indican que tendremos menor crecimiento y mayor inflación que el promedio de nuestros pares regionales y economías desarrolladas

## Crecimiento Colombia vs. Desarrollados y Pares Emergentes LATAM (variación % anual)



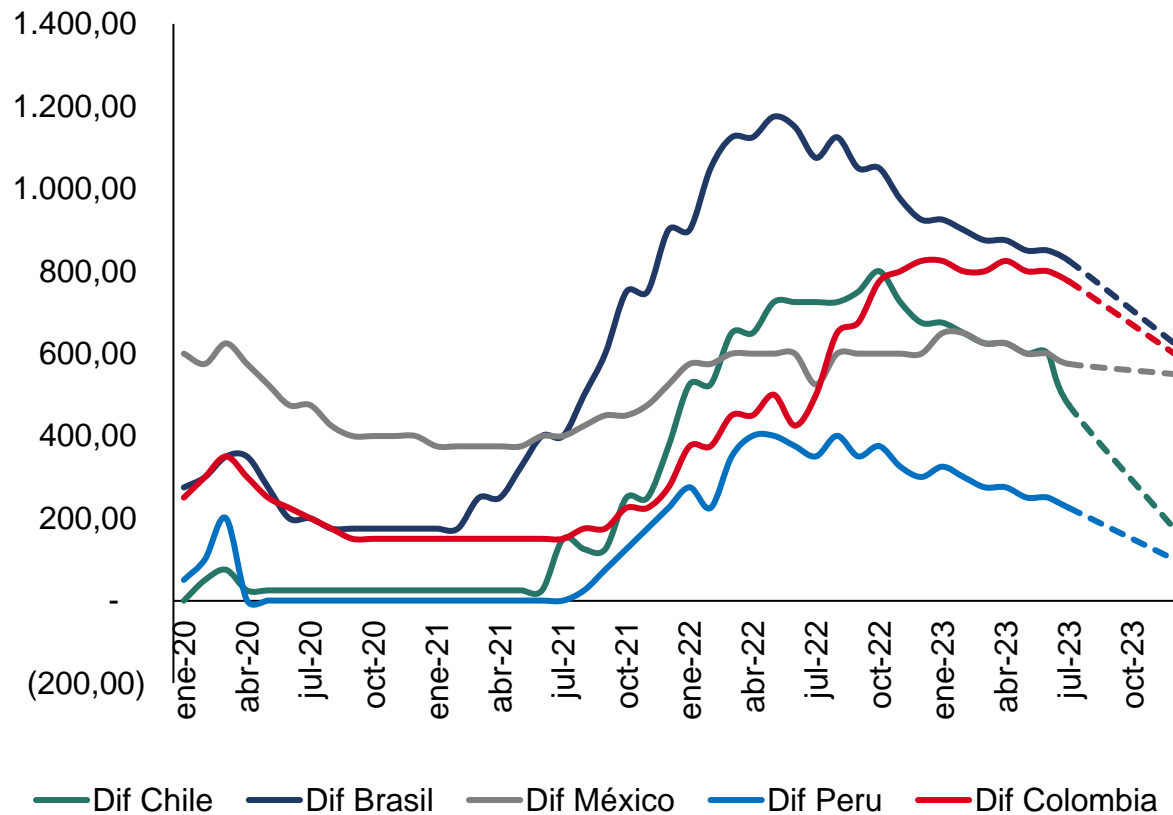
## Inflación Colombia vs. Desarrollados y Pares Emergentes LATAM (variación % anual)



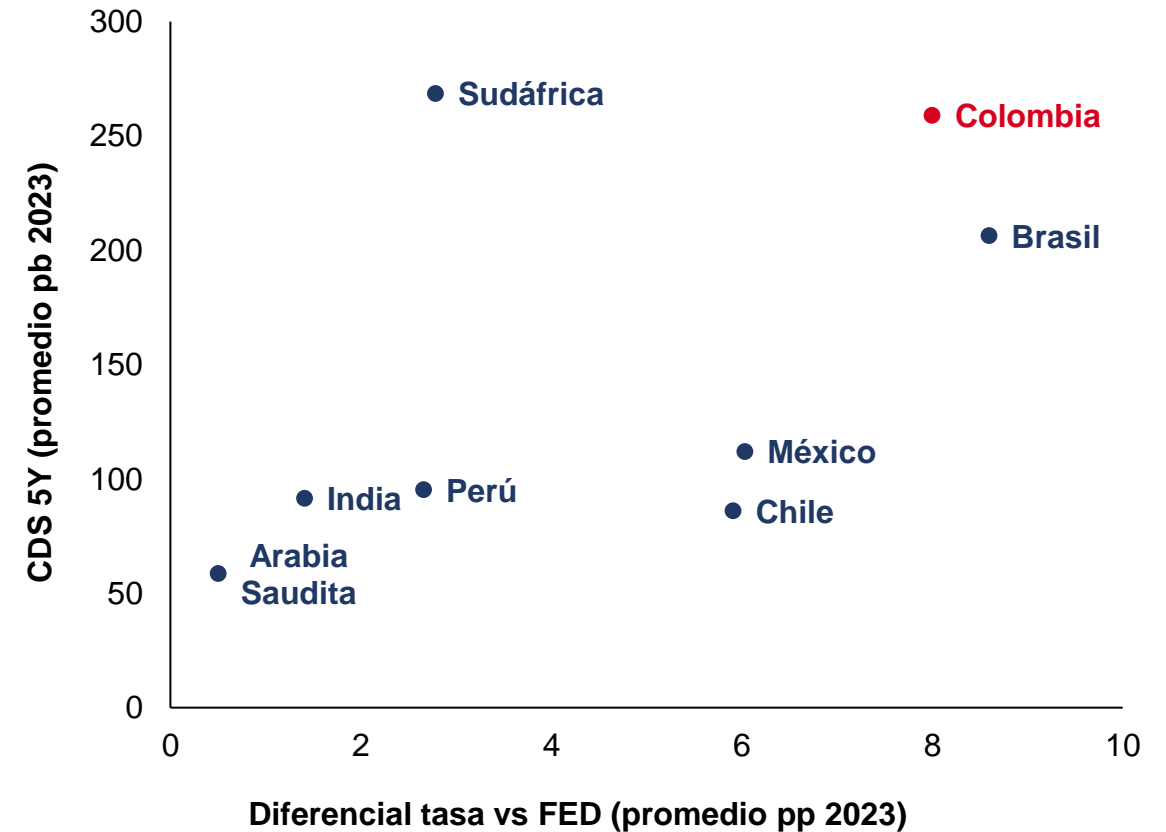
\*Promedio Latam incluye Chile, México, Perú y Brasil  
Fuente: cálculos ANIF con base en World Economic Outlook FMI.

# En la actualidad el diferencial de tasas con EE.UU. pone en ventaja a los emergentes, pero nuestra prima de riesgo puede limitar la entrada de capitales

## Diferencial de tasas de política monetaria emergentes Latinoamérica frente a EE.UU. (puntos básicos)



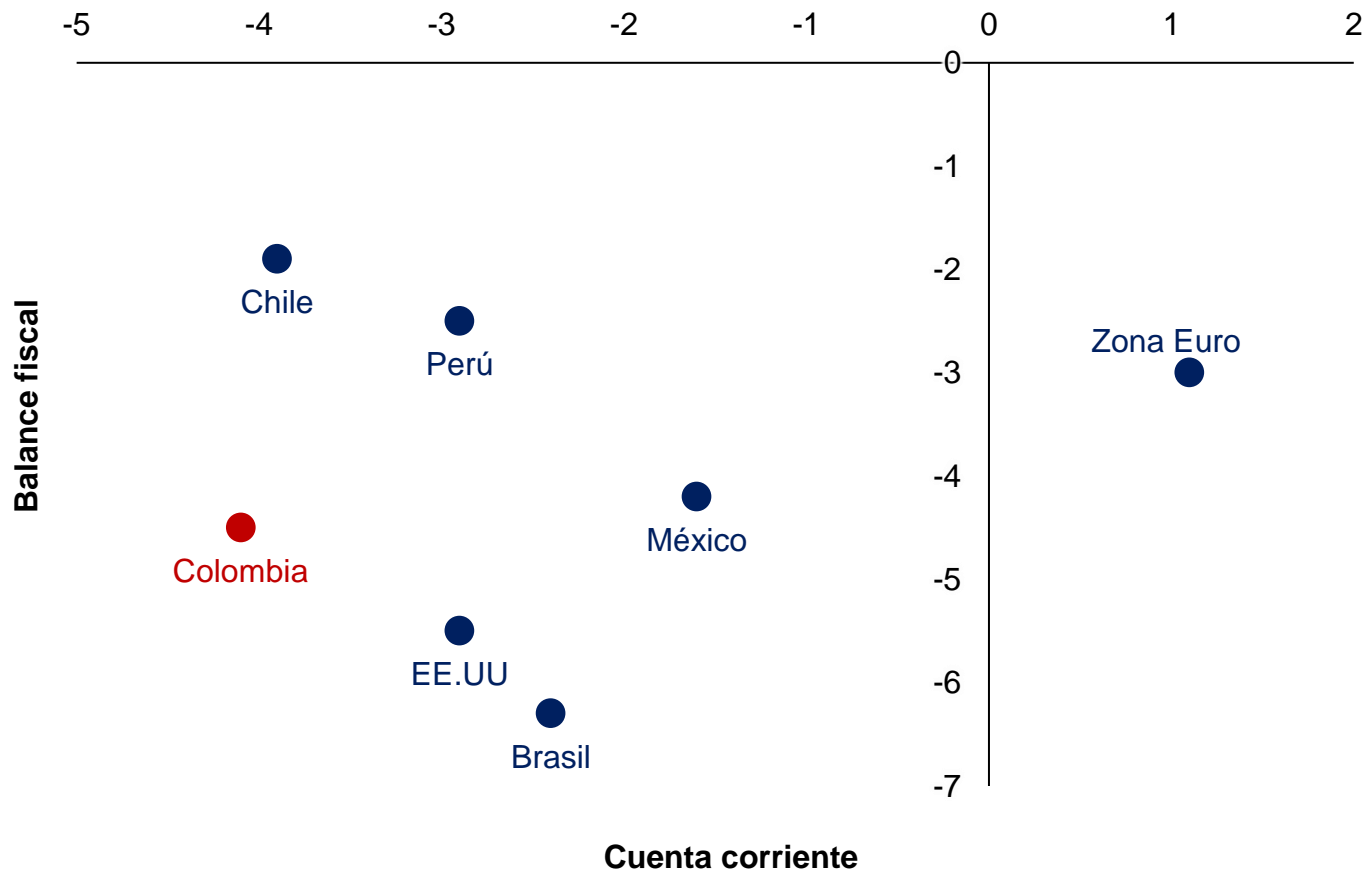
## Diferencial de tasas y prima de riesgo (promedio 2023)



Fuente: cálculos ANIF con base en información de Bancos Centrales y datos Bloomberg.

# La dependencia de Colombia a los flujos externos para sostener la deuda aumenta nuestra vulnerabilidad a los choques globales

## Déficits gemelos proyecciones 2023 (% de GDP)



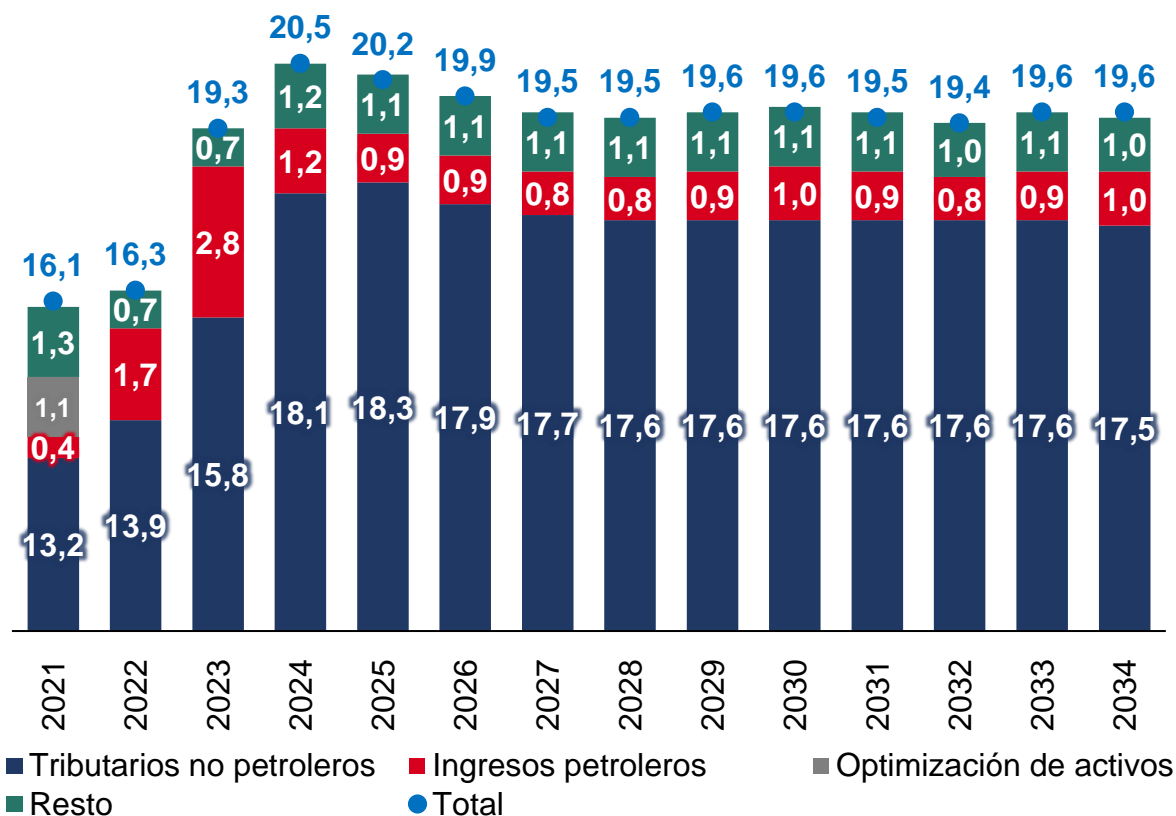
La combinación de un déficit fiscal y de Cuenta Corriente altos llevan a un **escenario de vulnerabilidad externa alta** al tener una mayor necesidad de financiamiento.



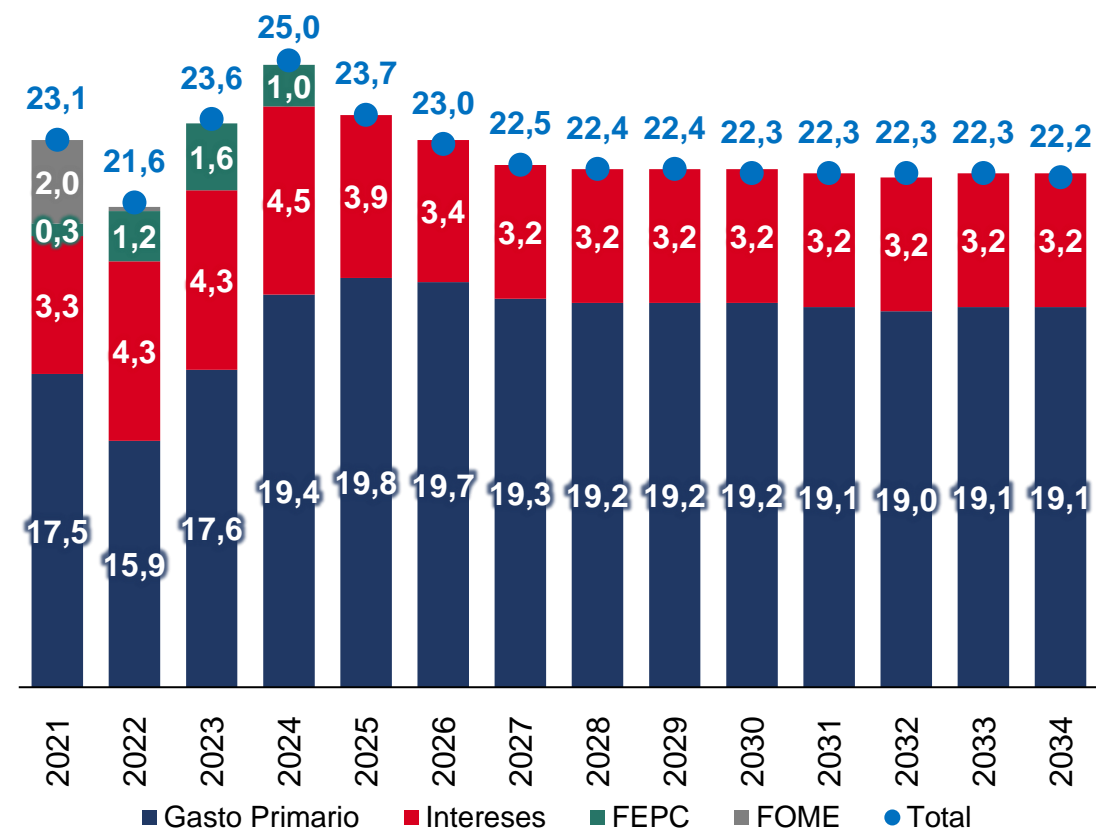
La **incidencia de los choques externos** se refleja en la volatilidad de la tasa de cambio y los incrementos en la prima de riesgo

Además, en los próximos años los ingresos petroleros van a disminuir y la carga de intereses dentro de los gastos totales representa una presión significativa para el país

**Ingresos totales**  
(% del PIB)



**Gastos totales**  
(% del PIB)



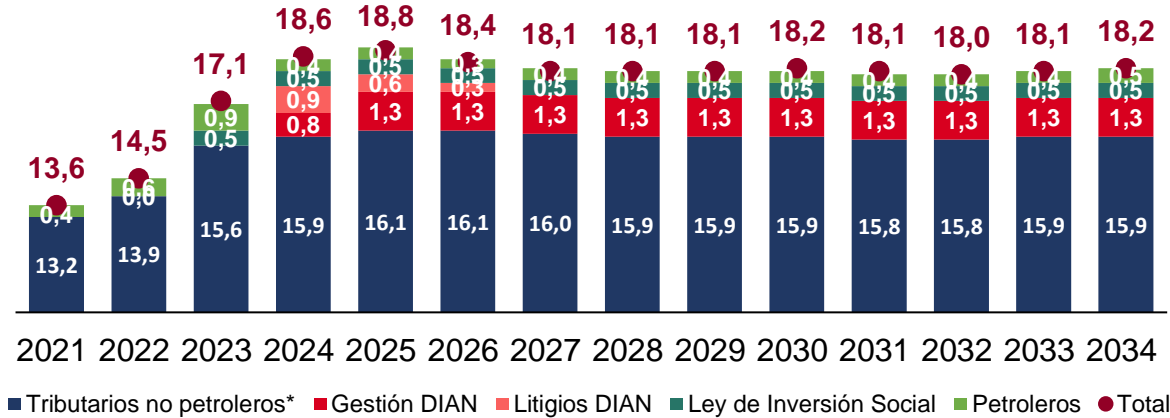
\* Incluye recursos provenientes de la reforma tributaria 2022

Fuente: elaboración ANIF con base en MHPC

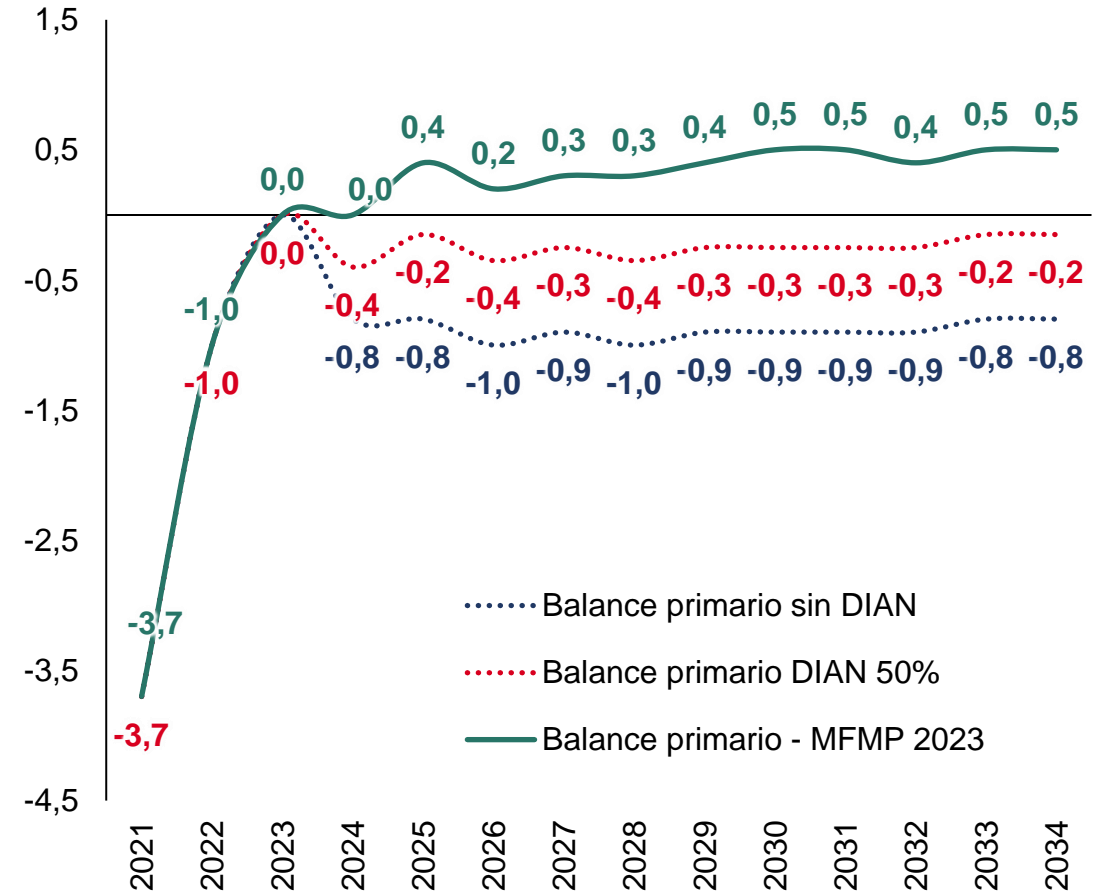


# Sumado a eso, los ingresos por gestión de la DIAN generan incertidumbre, de no llegar al nivel esperado se presentaría un incumplimiento de la regla fiscal

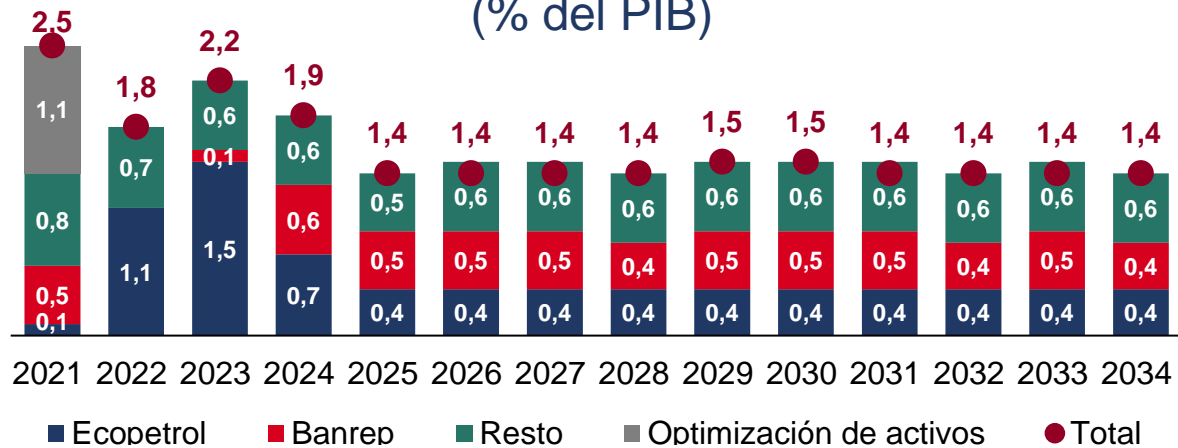
## Ingresos tributarios (% del PIB)



## Balance primario GNC (% del PIB)



## Ingresos no tributarios (% del PIB)



Fuente: elaboración ANIF con base en MHPC.

# Por otro lado, las fuentes de financiación del presupuesto están al límite. Los recursos de capital crecen por encima de 30% bajo unos supuestos poco creíbles

## Comportamiento estimado de los ingresos del PGN 2023 - 2024 (Miles de millones)

Concepto	2023*	2024 Proyecto	Variación porcentual	Porcentaje del PIB	
			24/23	2023	2024
	(1)	(2)	(3)=(2/1)	(4)	(5)
Ingresos Corrientes	286.399	330.266	15,3	17,8	19,5
Recursos de Capital	113.321	148.070	30,7	7,1	8,7
Fondos Especiales	15.405	15.567	1,1	1,0	0,9
Contribuciones Parafiscales	7.719	8.694	12,6	0,5	0,5
<b>TOTAL INGRESOS DEL PGN</b>	<b>422.844</b>	<b>502.597</b>	<b>18,9</b>	<b>26,3</b>	<b>29,6</b>

## Desagregación de los recursos de capital del GNC 2023 - 2024 (Miles de millones)

Concepto	2023* Aforo	2024 Proyecto 0	Variación porcentual 24/23	Porcentaje del PIB 2023	
Crédito Interno	43.888	46.250	5,4	2,7	2,7
Excedentes Financieros y Dividendos	28.350	29.489	4,0	1,8	1,7
Crédito Externo	24.031	27.431	14,1	1,5	1,6
Recursos del Balance	648	16.655	2.468,7	0,0	1,0
Reintegros y Recursos No Apropriados	1.998	2.000	0,1	0,1	0,1
Rendimientos Financieros	1.246	1.325	6,4	0,1	0,1
Recuperación de cartera	254	175	- 31,4	0,0	0,0
Disposición de Activos	-	-	-	-	-
Otros Recursos de Capital	8.030	17.821	121,9	0,5	1,1
<b>TOTAL RECURSOS DE CAPITAL DE LA NACIÓN</b>	<b>108.446</b>	<b>141.146</b>	<b>30,2</b>	<b>6,8</b>	<b>8,3</b>

\*Apropiación vigente a 30 de junio con estimaciones de cierre vigencia 2023 y adición ley 2299 de 2023.

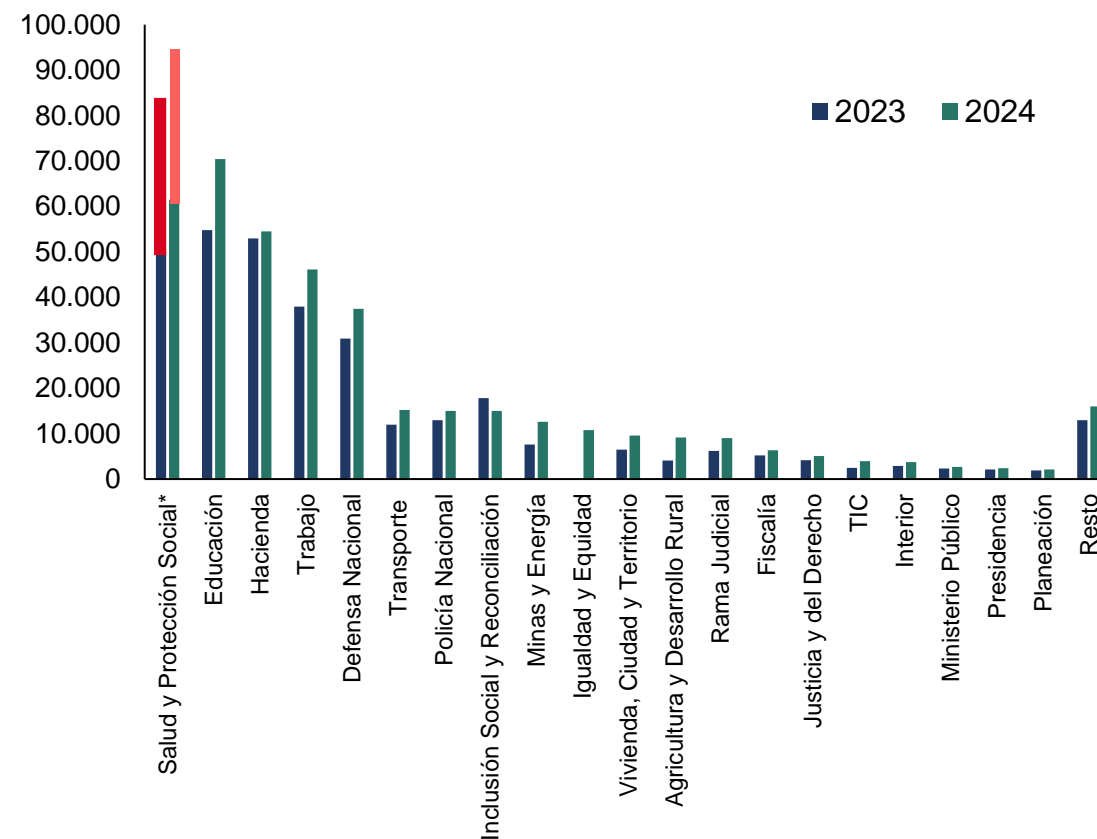
Fuente: elaboración ANIF con base en MHPC - Dirección General del Presupuesto Público Nacional.

# Lo paradójico es que con los bajos niveles de ejecución de 2023, en el proyecto de presupuesto de 2024 se están fijando objetivos de gasto más ambiciosos

## Presupuesto General de la Nación 2023 - 2024 (Miles de millones)

Concepto	2023*	2024 Proyecto	Variación porcentual	Porcentaje del PIB	
			24/23	2023	2024
	(1)	(2)	(3)=(2/1)	(4)	(5)
<b>FUNCIONAMIENTO</b>	<b>261.099</b>	<b>310.328</b>	<b>18,9</b>	<b>16,3</b>	<b>18,3</b>
Transferencias	196.271	237.571	21	12,2	14
Resto	64.827	72.757	12,2	4,0	4,3
<b>SERVICIO DE LA DEUDA</b>	<b>78.498</b>	<b>94.521</b>	<b>20,4</b>	<b>4,9</b>	<b>5,6</b>
Principal	31.942	37.356	16,9	2	2,2
Intereses	42.134	55.230	31,1	2,6	3,3
Comisiones y otros gastos	409	509	24,2	0	0
Fondo de Contingencias	4.013	1.427	-64,4	0,2	0,1
<b>INVERSIÓN</b>	<b>83.247</b>	<b>97.748</b>	<b>17,4</b>	<b>5,2</b>	<b>5,8</b>
<b>TOTAL</b>	<b>422.844</b>	<b>502.597</b>	<b>18,9</b>	<b>26,3</b>	<b>29,6</b>
<b>TOTAL SIN DEUDA</b>	<b>344.346</b>	<b>408.076</b>	<b>18,5</b>	<b>21,4</b>	<b>24,1</b>

## Concentración del presupuesto por principales sectores 2024 (Miles de millones)



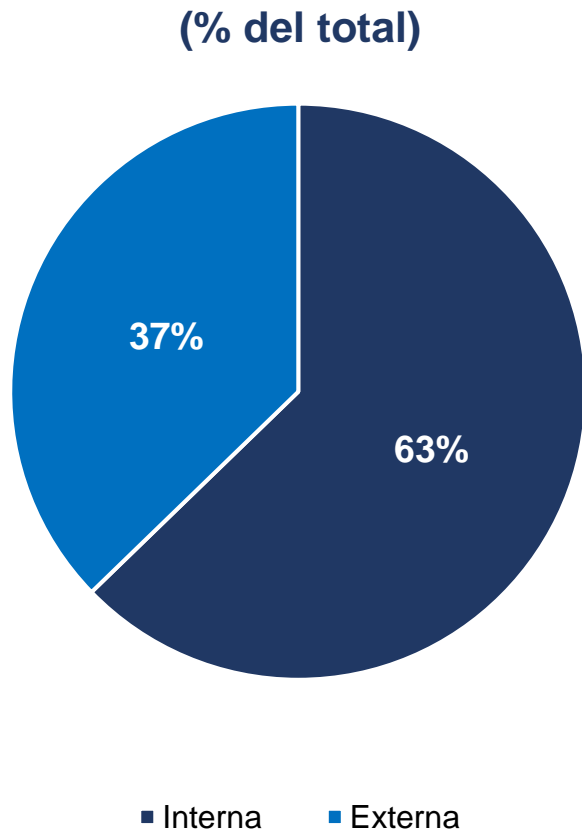
\*

\*Apropiación vigente a 30 de junio con estimaciones de cierre vigencia 2023 y adición ley 2299 de 2023.

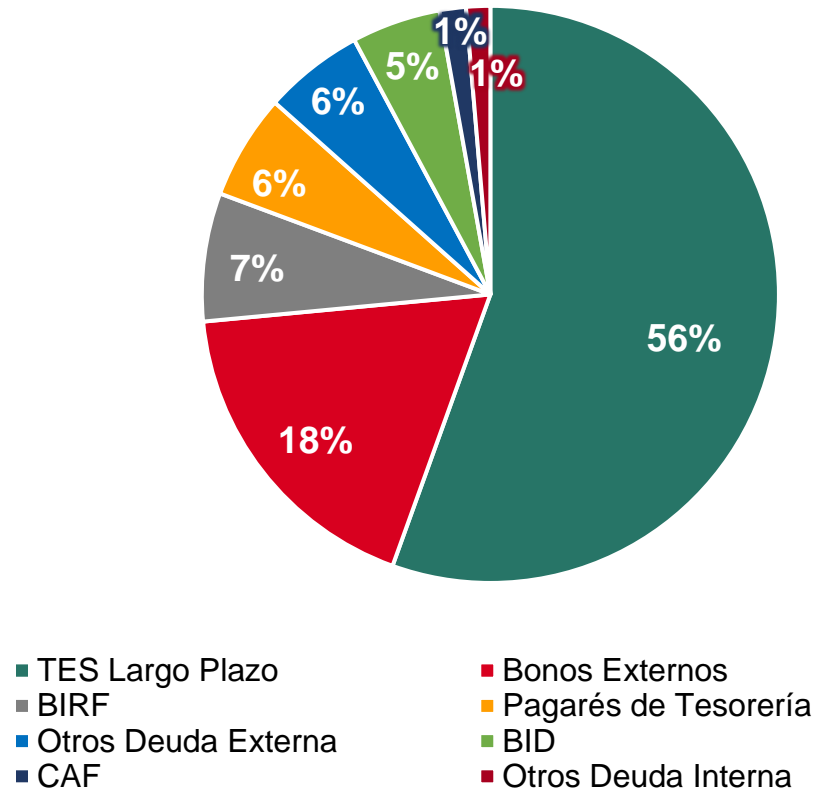
Fuente: elaboración ANIF con base en MHPC - Dirección General del Presupuesto Público Nacional.

# El perfil de la deuda y los vencimientos muestran que la presión fiscal en el corto plazo será significativa

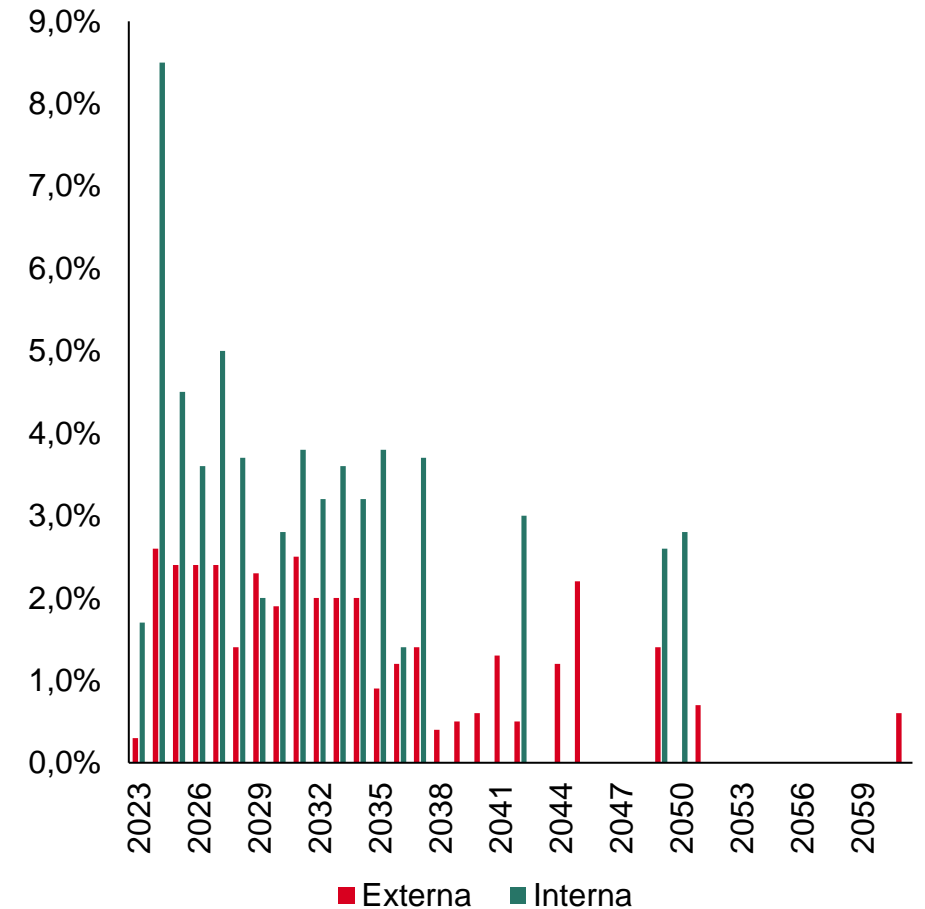
## Composición de la Deuda (COP)



## Fuentes (% del total)



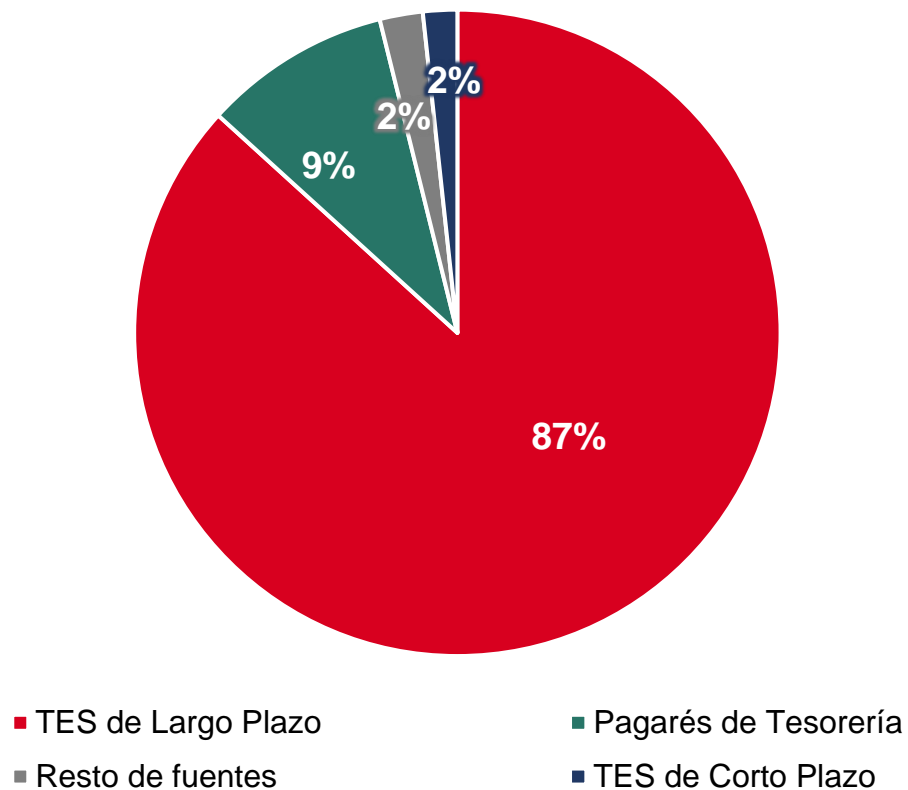
## Vencimientos / Saldo Deuda (%)



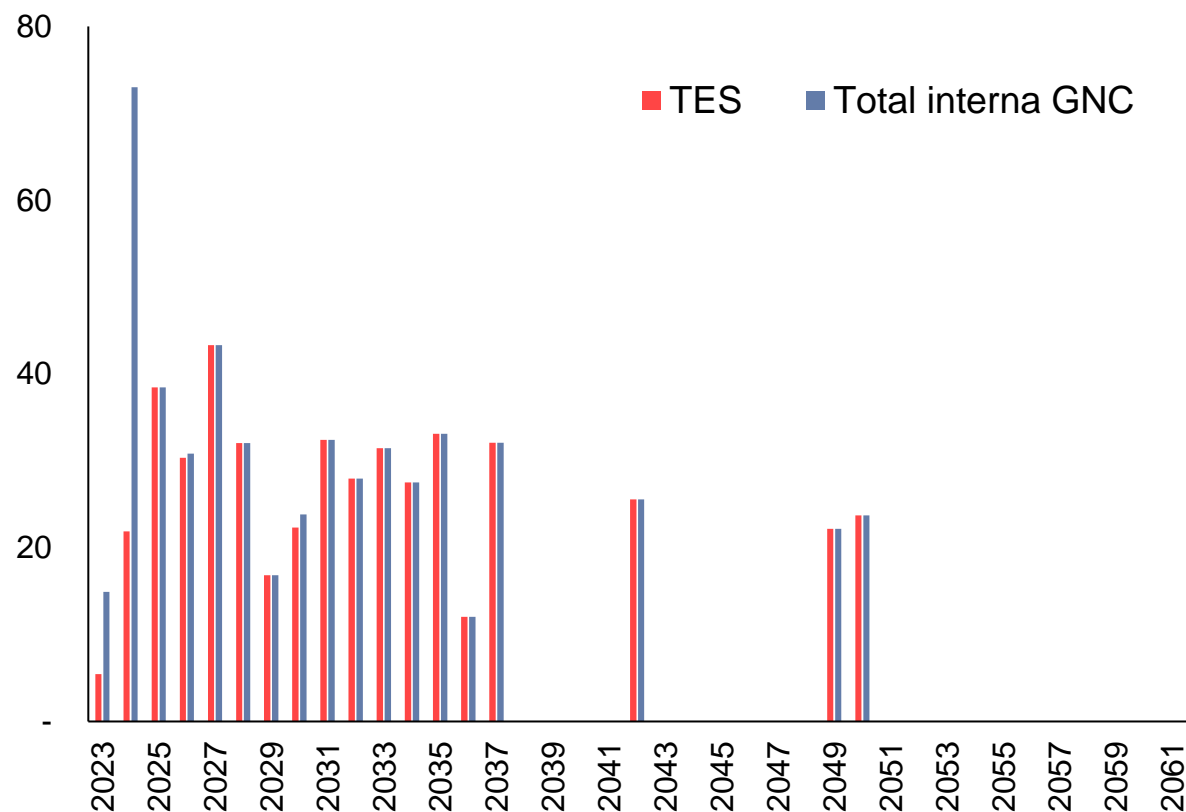
Fuente: cálculos ANIF con base en MHCP- IRC.

# Ante este escenario de vulnerabilidad, no se puede poner el riesgo la principal fuente de financiación pública

## Participación de las fuentes de financiación de la deuda interna

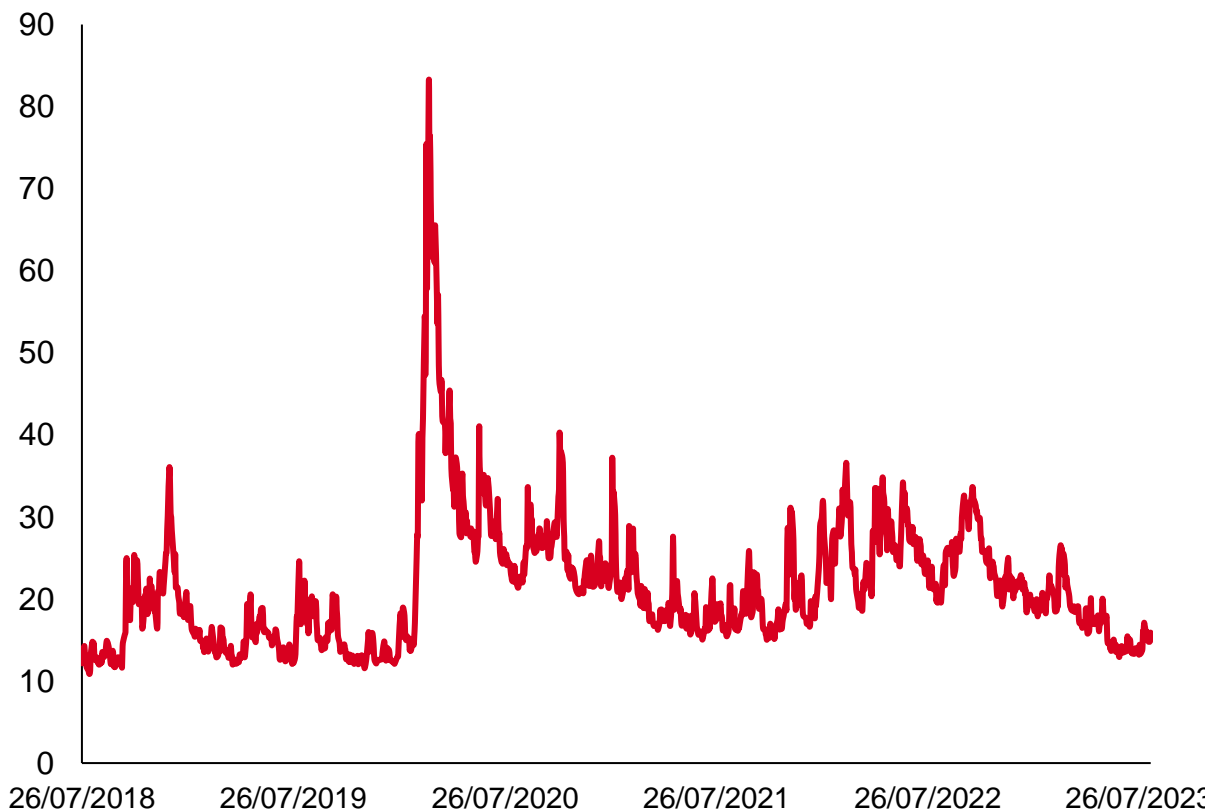


## Perfil deuda interna – Vencimientos (COP billones)

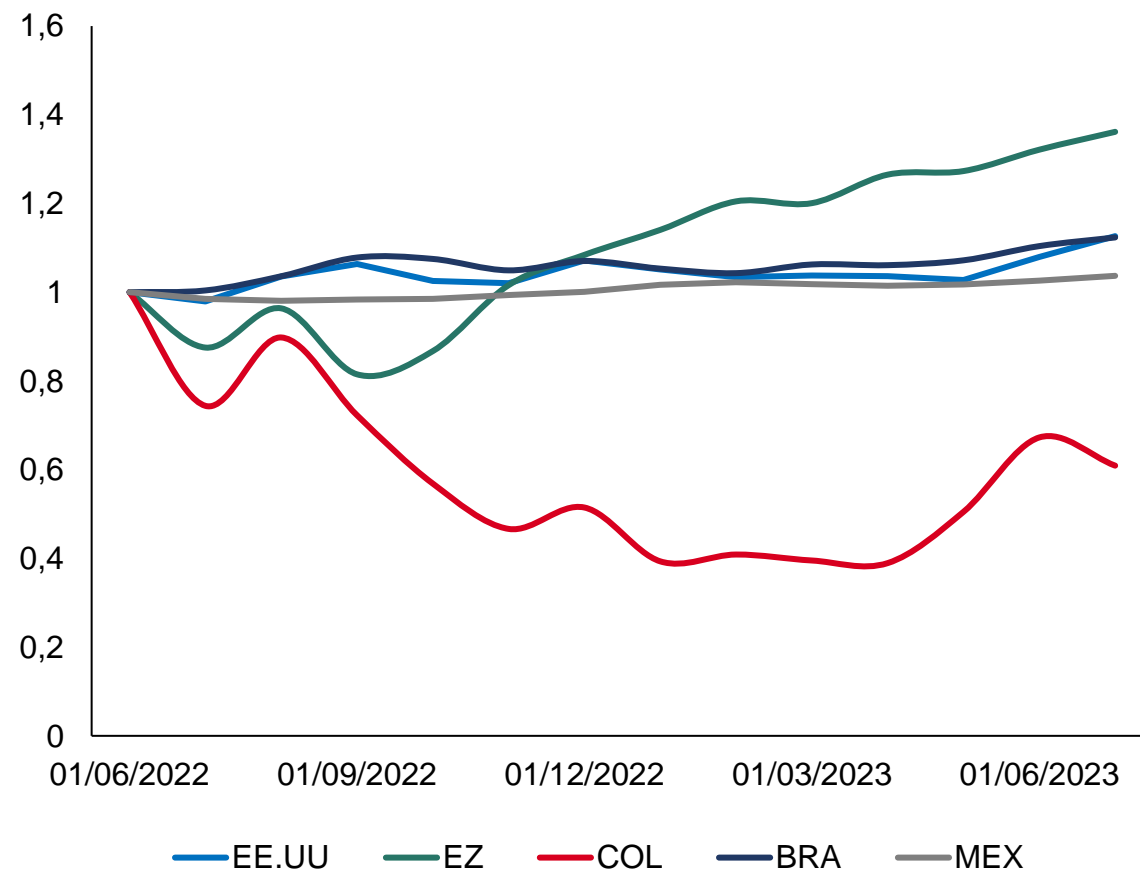


# En los mercados internacionales la confianza se mantiene estable a pesar de los rumores de recesión, sin embargo la percepción interna difiere de ese optimismo

## Índice de volatilidad VIX




## Índices de Confianza de los Consumidores (índice = 1 en junio de 2022)







Fuente: cálculos ANIF con base en Bloomberg.

# Hacia futuro, los emergentes, incluida Colombia, enfrentaran un panorama macroeconómico complejo. El reto es ser más atractivo que los demás países de la región

## Crecimiento PIB (%)

	2023	2024
	1.8	1.0
	0.9	1.5
	1.5	1.9
	1.4	1.6

## Inflación (%)

	2023	2024
	3.0	2.1
	3.8	2.7
	5.4	3.7
	9.0	5.5


## Tasa de interés (%)

	2023
	5.75
	11.25
	7.50
	6.75
	12.00
	11.75

## Cuenta Corriente (%)

	2023	2024
	-2.9	-3.0
	1.1	1.1
	-4.1	-3.6

## Petróleo - Brent (USD)

	2023	2024
	83	86

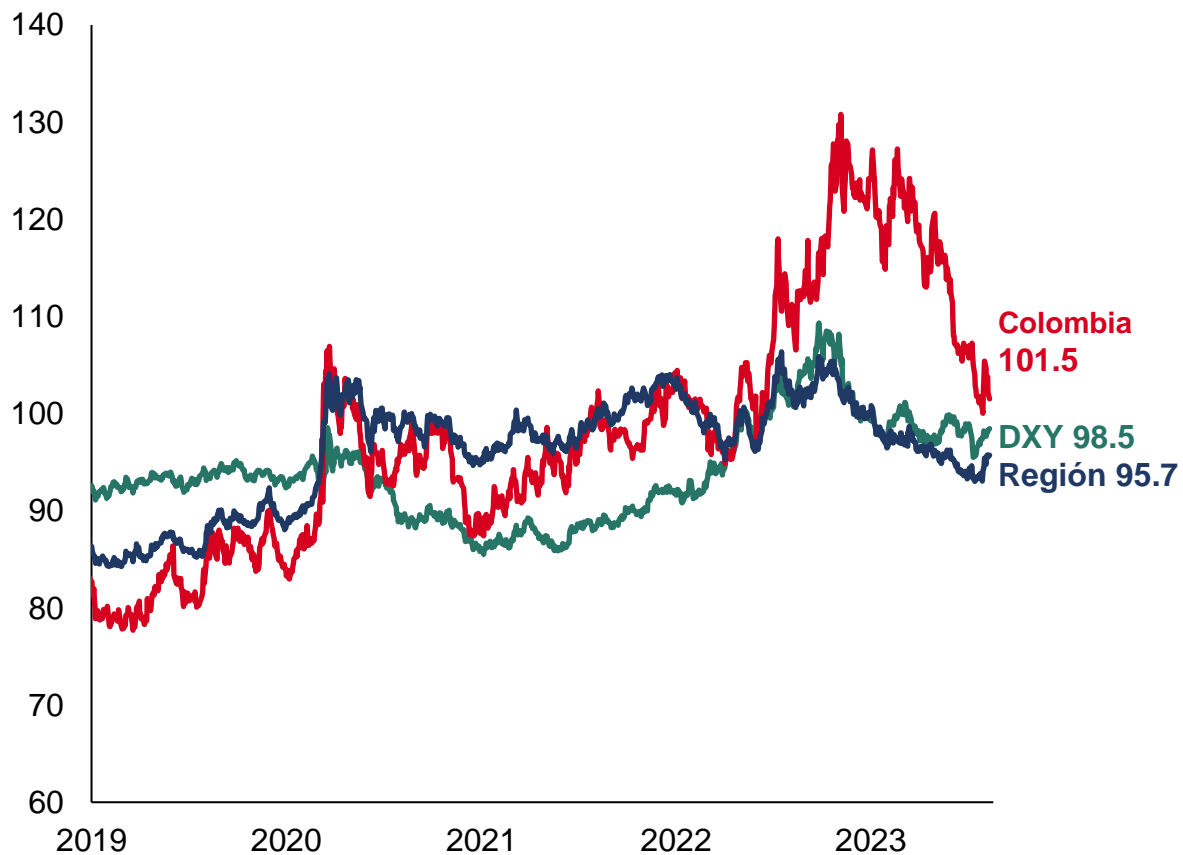


# Perspectivas de inversión en un escenario de incertidumbre

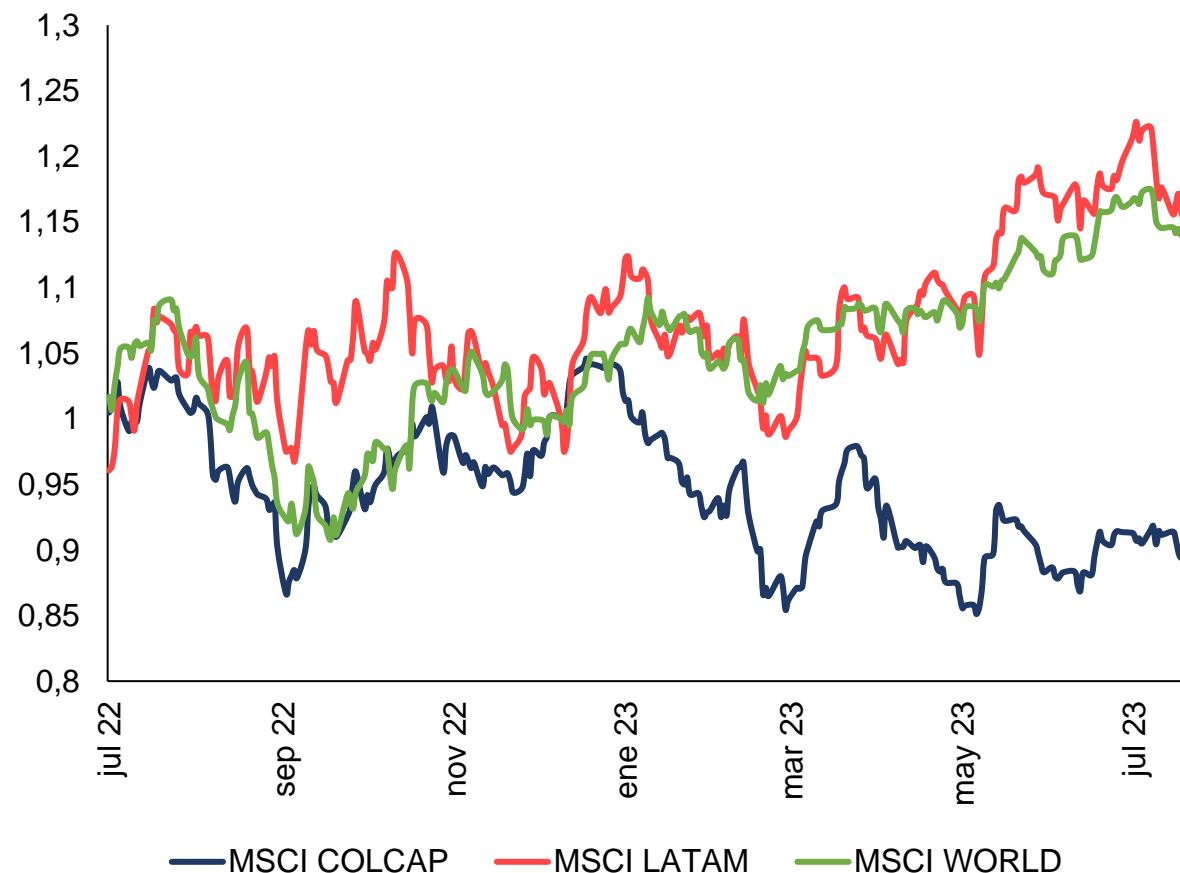


# El comportamiento del peso colombiano y de la renta variable local refleja que como país seguimos rezagados respecto a la tendencia regional y global

## Índices de tasas de Cambio (índice = 100 en agosto 14 de 2022)



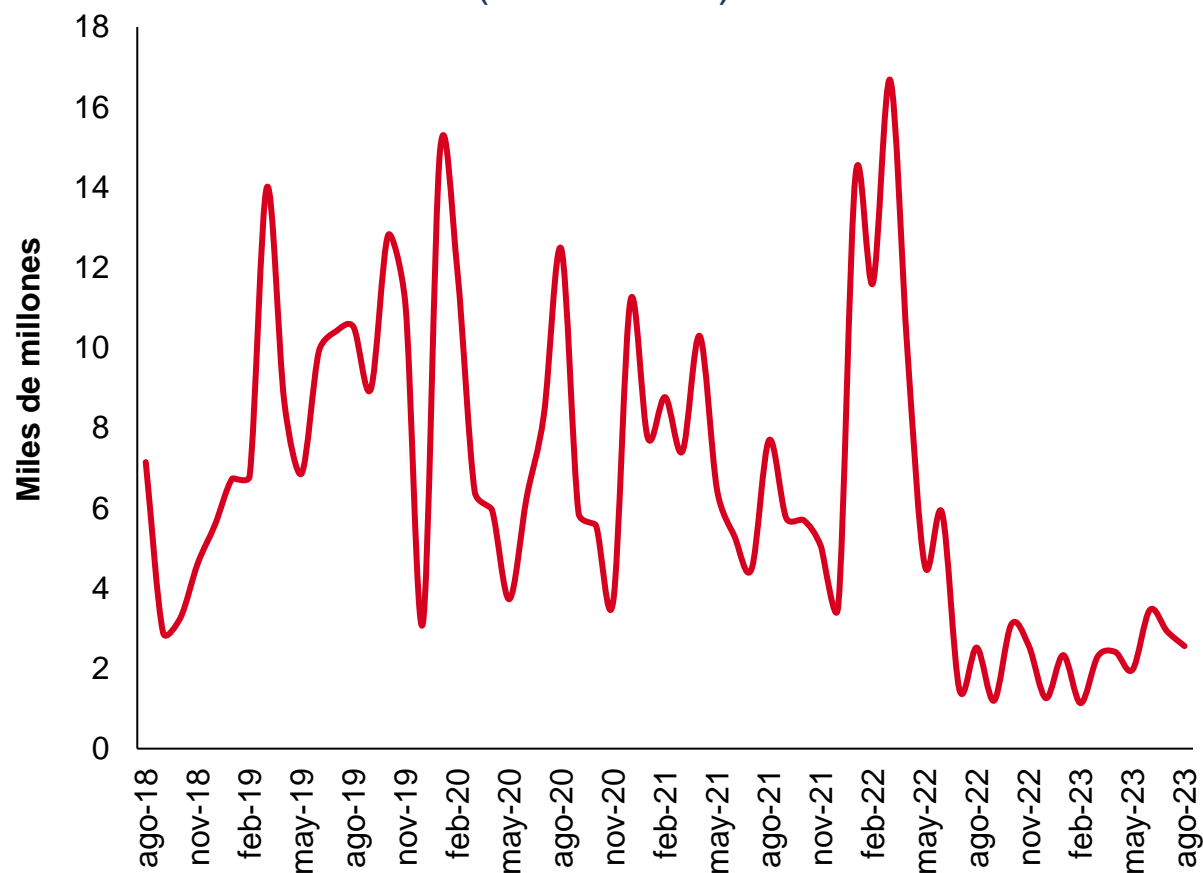
## Comportamiento renta variable local, regional y global (índice = 1 en enero de 2023)



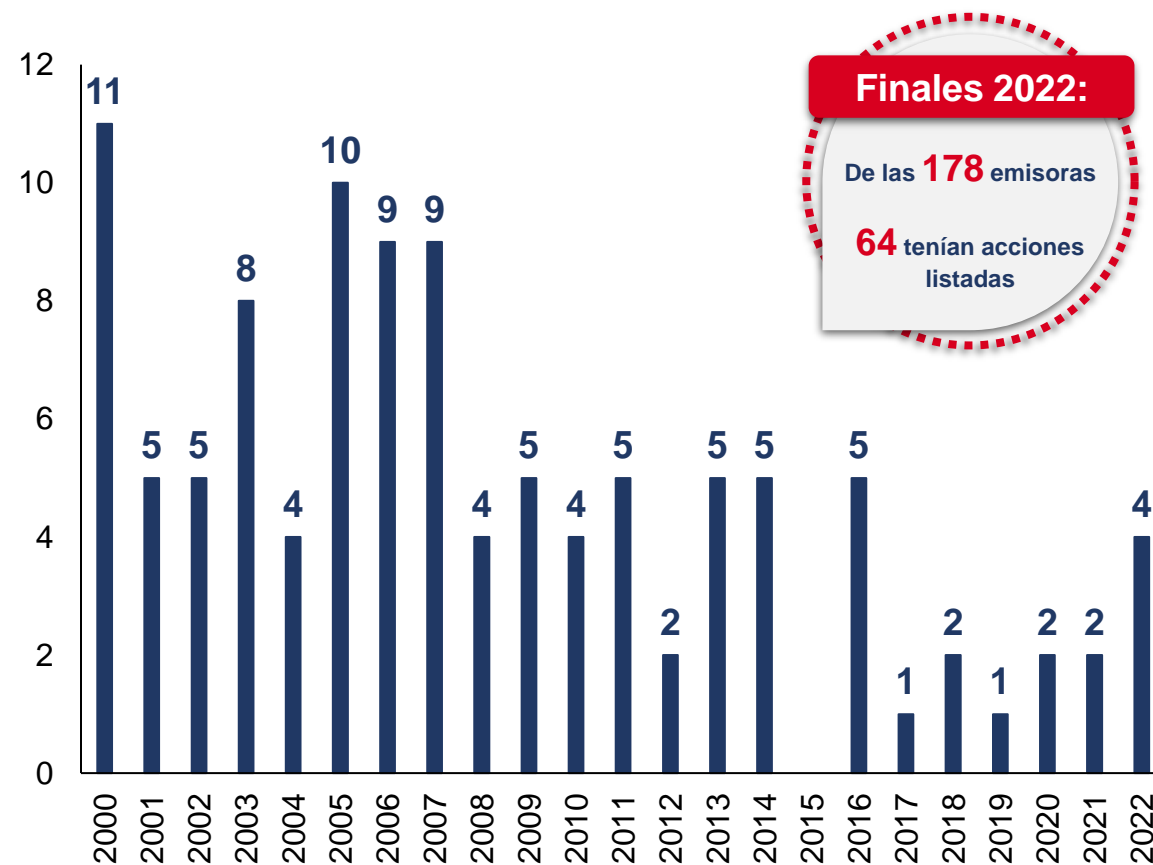
\*Países comparables de la región: Brasil, Chile, México, Perú y Uruguay.  
Fuente: ANIF con datos de Yahoo Finance y Bloomberg.

El mercado de renta variable se caracteriza por ser poco profundo, concentrado, volátil y de baja liquidez. Esa situación se ha agudizado por el contexto macro y la salida de emisores

Volumen de transacciones del ETF iShares MSCI Colcap (2012-2023)



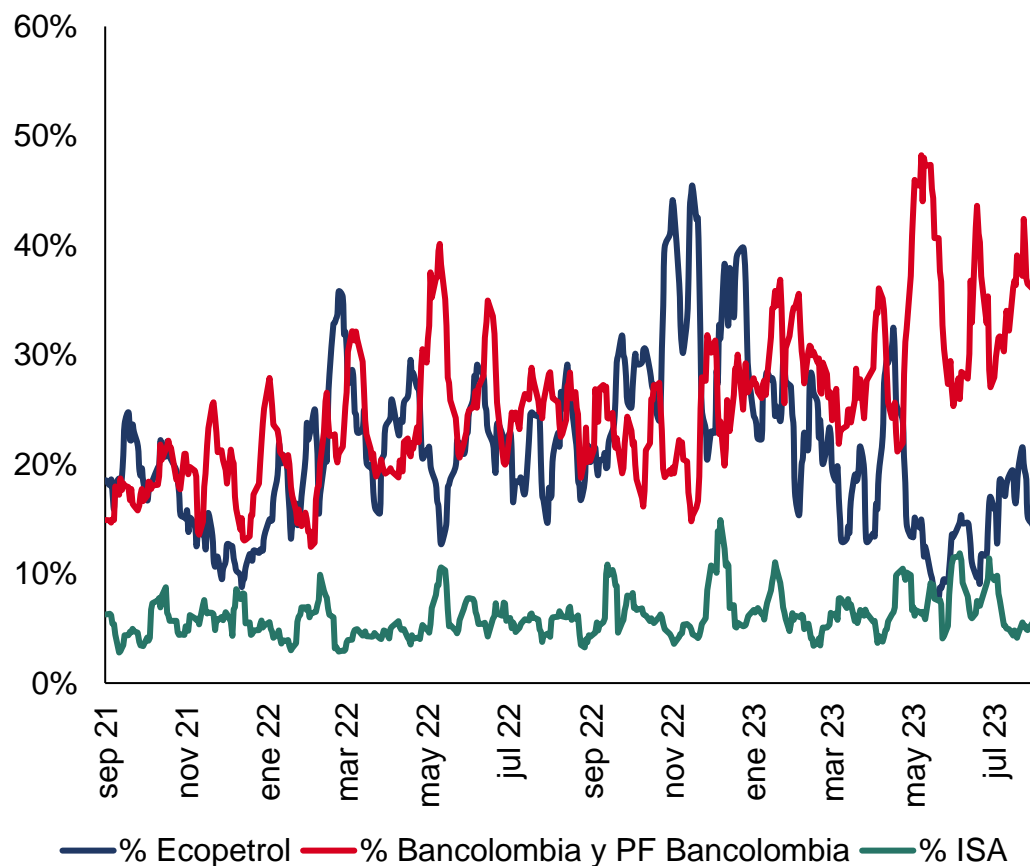
Salida de emisores de la BVC (2000-2022)



Fuente: ANIF con datos de Bloomberg y BVC.

# La dependencia del Colcap a las acciones de Ecopetrol nos hacen vulnerables a los precios de los commodities y a los rendimientos de la empresa

## Participación en volumen de renta variable local (%)



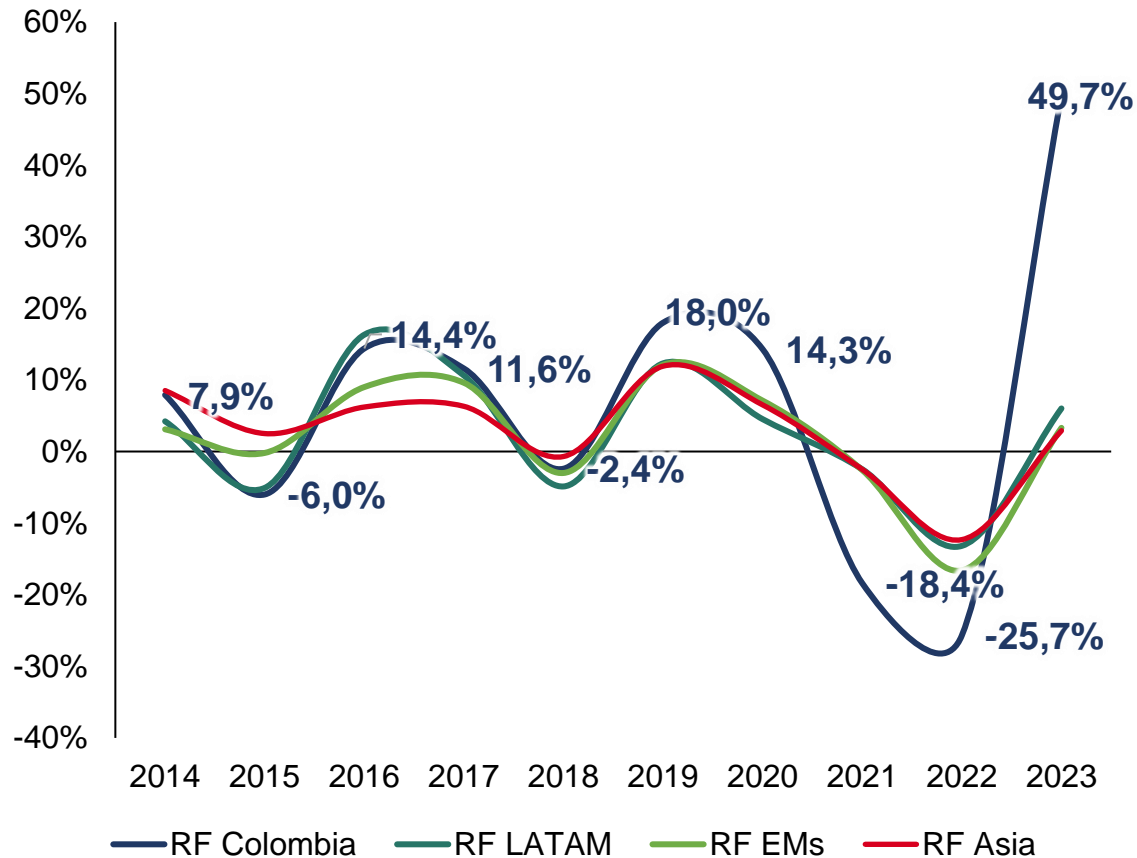
## Acción Ecopetrol y precios del petróleo (COP-USD)



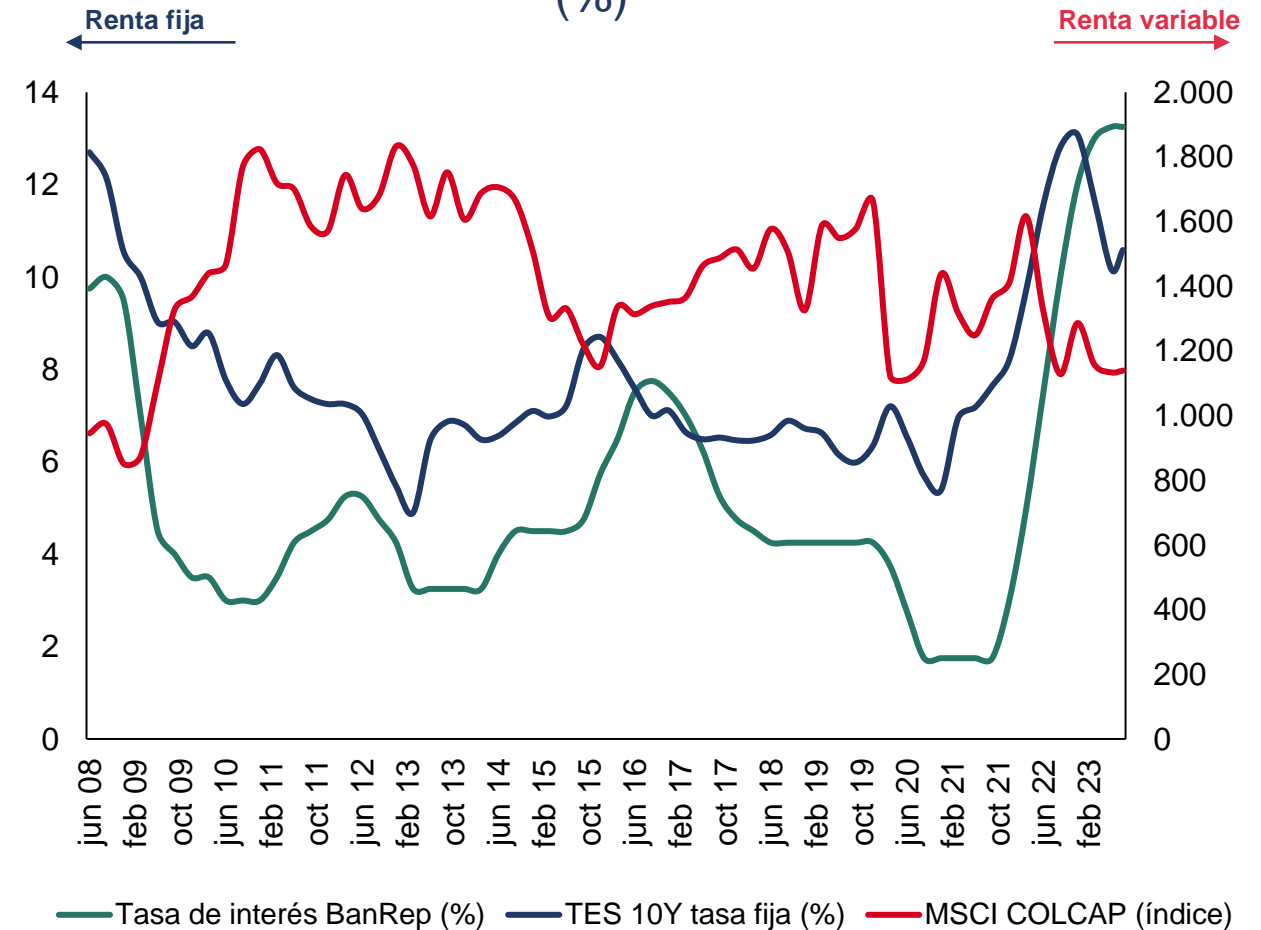
Fuente: ANIF con datos de Bloomberg y BVC.

# Ahora bien, ese panorama demuestra que somos muy dependientes del mercado de renta fija donde, dado el ciclo económico, tenemos una oportunidad

## Retorno Anual de Activos Financieros (% - retornos en USD)



## Comportamiento de renta fija y renta variable y tasas de interés (%)



Fuente: ANIF con datos de Davivienda Corredores y Bloomberg.



# Las reformas del gobierno y sus efectos

# La propuesta de reforma pensional puede tener efectos muy negativos sobre el mercado de renta fija y por ende sobre la financiación pública

## En qué va la reforma



90% de las cotizaciones del RAIS pasarían al pilar público bajo un umbral de 3 SM



Acaba con el ahorro pensional y nos endeuda a futuro.



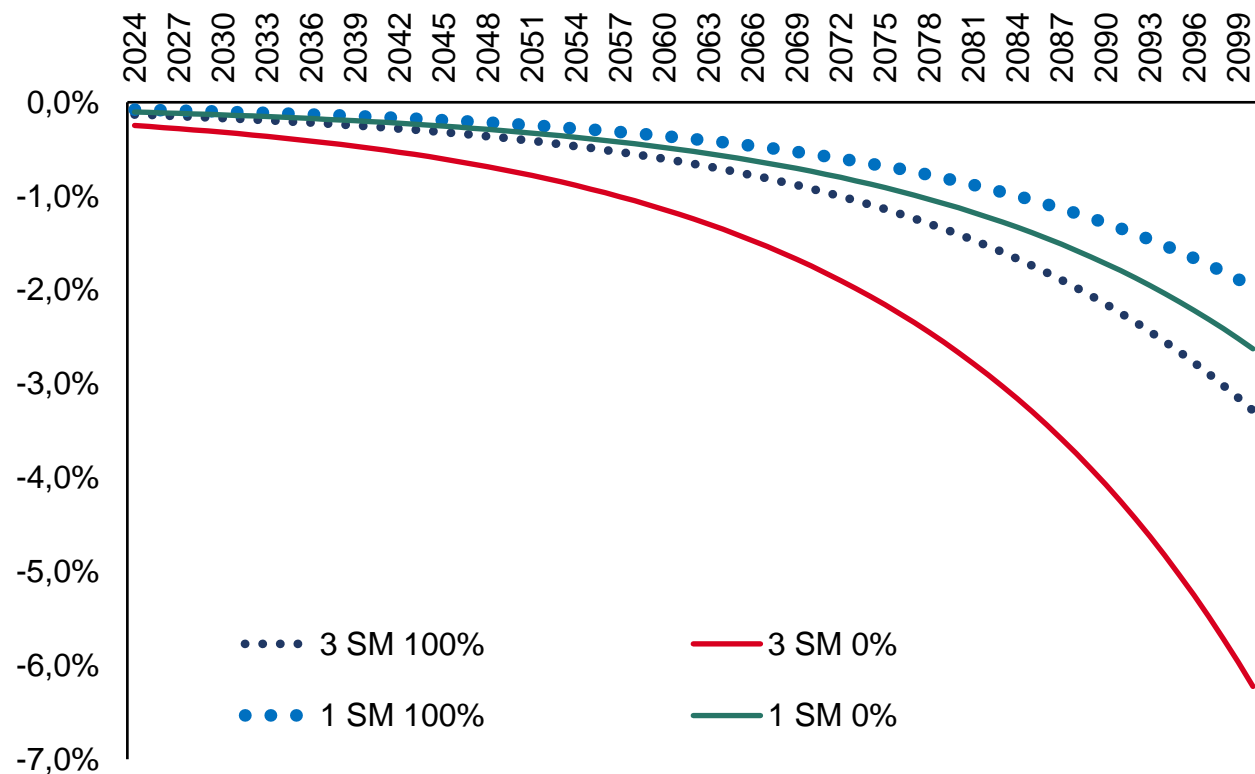
Limita el mercado de deuda pública y el desarrollo del mercado de capitales.






Cerca del 40% del ahorro Nacional está en los fondos de pensiones.

# Además, la incertidumbre sobre el ahorro futuro y su administración se convierte en un riesgo para la economía y la sostenibilidad de las finanzas públicas

## Déficit anual del gobierno nacional en el pago de pensiones bajo diferentes escenarios de umbral y de ahorro (% del PIB de 2023, 2024- 2070)

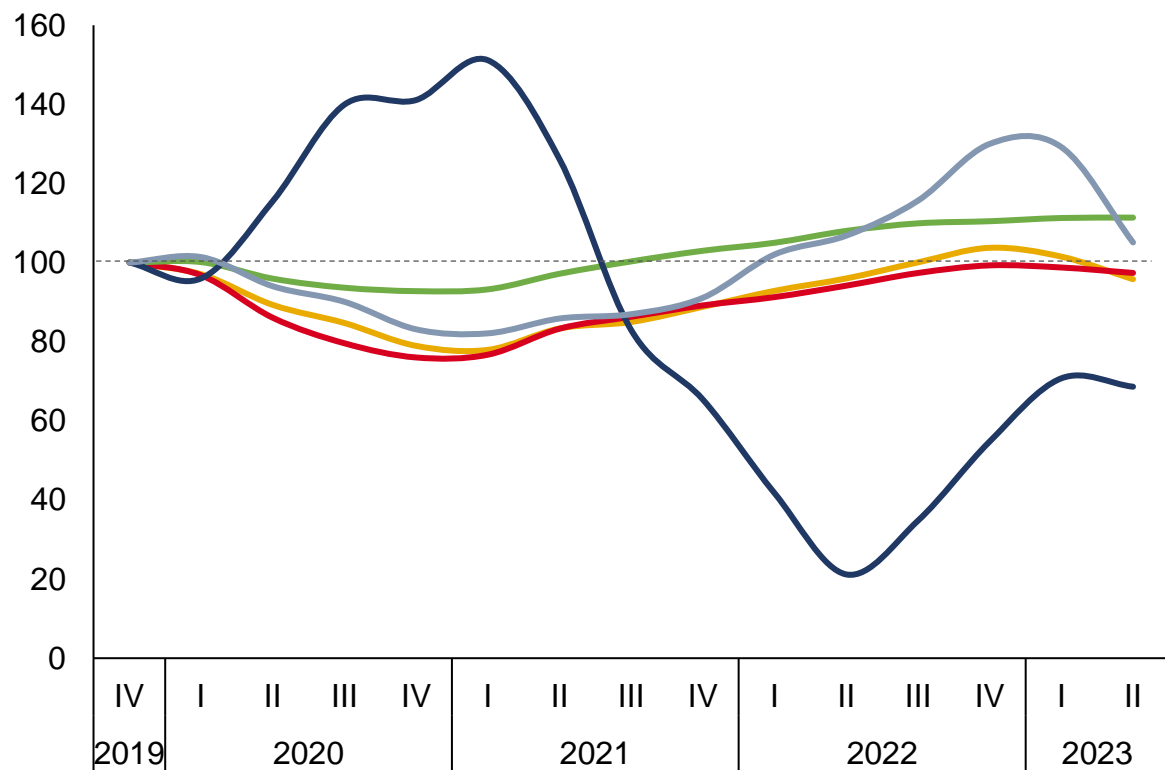


-  La financiación y el uso del fondo de ahorro del pilar contributivo no son claros
-  Aún con la interpretación más optimista, el Fondo de Ahorro se desfinanciaría rápidamente
-  De no haber ahorro, el gasto anual sería de **1.9 veces mayor\***

Fuente: elaboración ANIF  
\*mayor a un escenario de ahorro del 100% bajo el umbral 3 SM

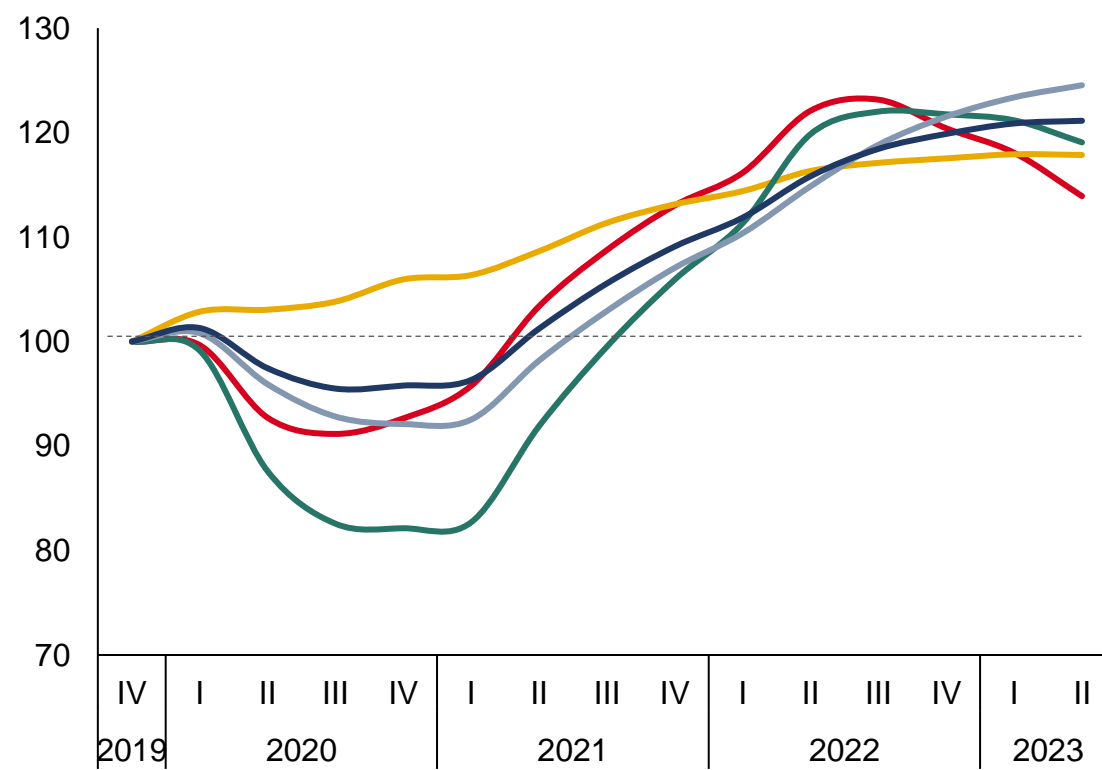
# Justo en el momento en el que la inversión está cayendo no se puede afectar, vía la reforma pensional, una de las principales fuentes del ahorro nacional

## PIB, Inversión y Ahorro (índice 2019-IV=100)



- FBK
- PIB
- Ahorro bruto - Economía interna
- FBKF
- Ahorro bruto - hogares

## Consumo de los hogares por categoría (índice 2019-IV=100)



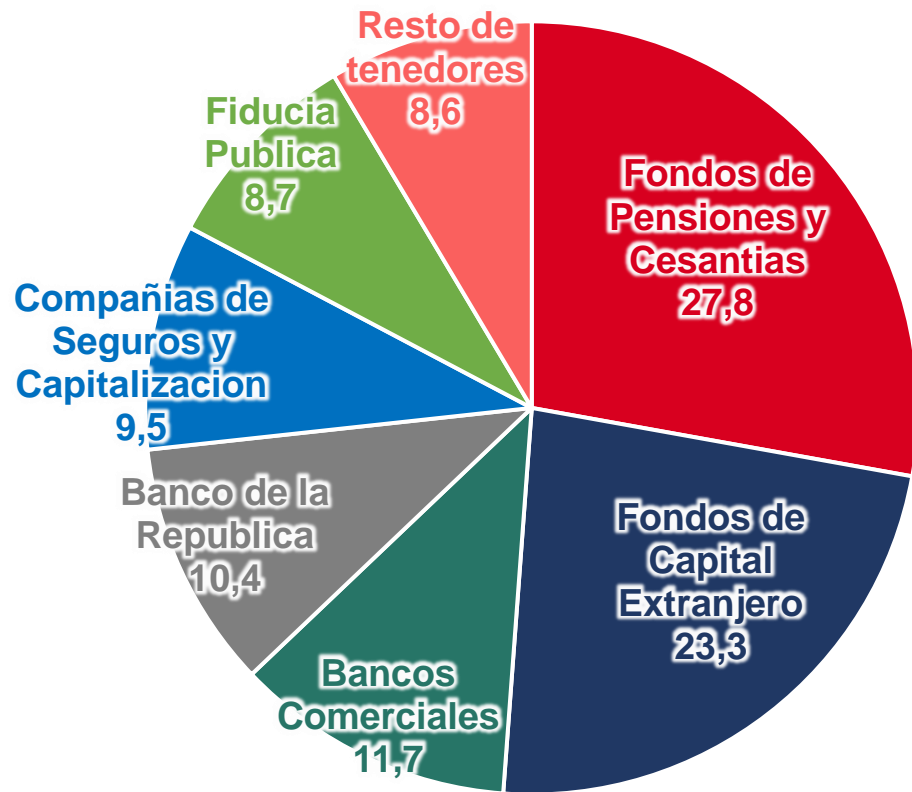
- Bienes durables
- Bienes semidurables
- Consumo final de los hogares
- Bienes no durables
- Servicios

Fuente: cálculos ANIF con base en la Superintendencia Financiera y DANE.

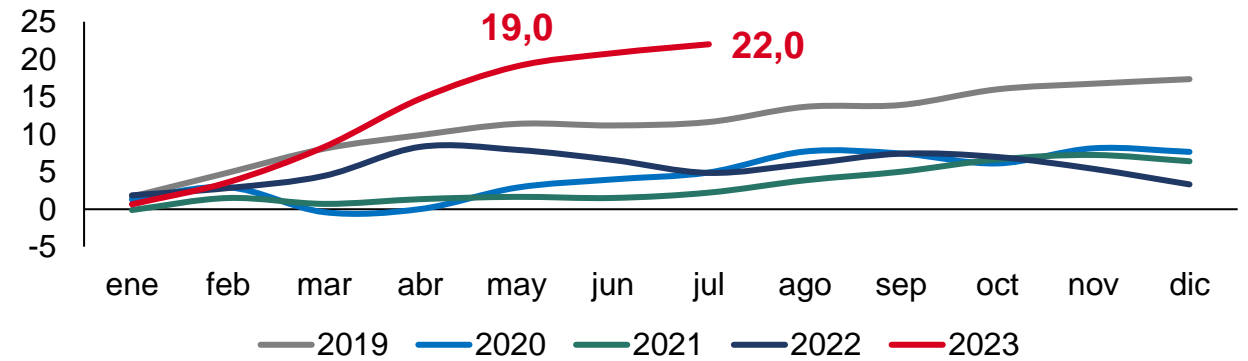


# Las primeras reacciones a la reforma se han visto en la venta de TES por parte de los fondos de capital extranjero. Un escenario en el que las AFPs cobran aún mayor relevancia

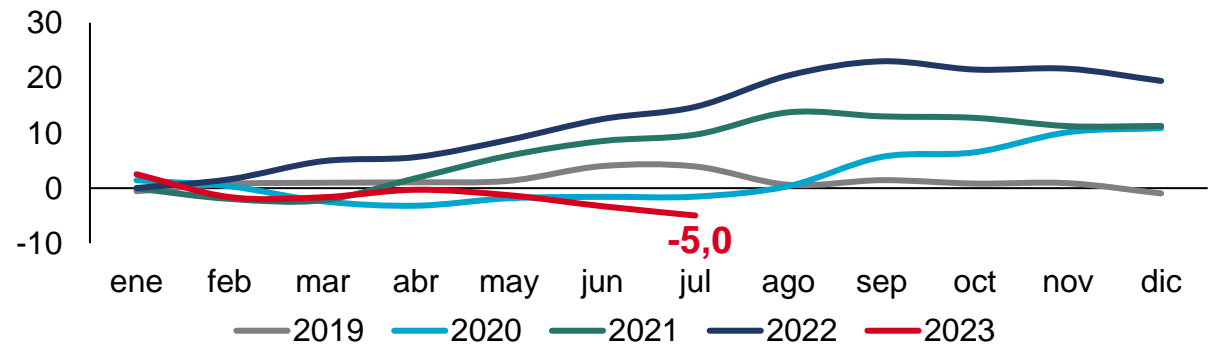
## Tenedores de TES (% del total)



## Compras TES - AFPs (Cifras en Billones de Pesos, mensual)



## Compras TES - fondos de capital extranjero (Cifras en Billones de Pesos, acumulado)



Fuente: cálculos ANIF con base en MHCP.

# Ante la insistencia en los pilares, proponemos un sistema el que el umbral sea 1 SM para el pilar contributivo a Colpensiones

Para eliminar la mala focalización de los subsidios:



La mejor forma de hacerlo es a través de una tasa de reemplazo progresiva que elimine los subsidios implícitos para todas las pensiones mayores a 1.5 SM



Si el umbral del pilar contributivo se fija en **1 SM**



El costo (VPN) se reduciría en **67pp del PIB\*** con respecto a la propuesta actual del gobierno

Propuesta ANIF



Fuente: MFMP 2023– MHCP y GEIH 2023.

\*Puntos porcentuales del PIB de 2023 en VPN a 2100 con una tasa de descuento de 3% real.

# En conclusión, el balance para atraer la inversión es delicado. A los factores macro tradicionales se suman aspectos políticos que podrían inclinar la balanza en contra



## Factores a favor



Mejora en el sentimiento de los mercados globales



Valorización de los activos de economías emergentes



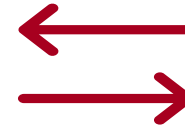
Oportunidad en mercado de renta fija por tasas competitivas



El MHCP ha mostrado compromiso con el cumplimiento de la regla fiscal



Las instituciones han demostrado que los pesos y contrapesos se mantienen aún ante intenciones de reformas estructurales



## Factores en contra



La incertidumbre local por panorama político. Muchas reformas estructurales al tiempo



Altas tasas y su efecto sobre el ya debilitado mercado de renta variable



Alta concentración y poca profundidad en mercado de renta variable que aumenta vulnerabilidad ante choques externos e internos



La combinación de un déficit fiscal y de Cuenta Corriente altos llevan a una mayor necesidad de financiamiento externo.



Posible desfinanciación pública por efecto de la reforma pensional en el mercado de renta fija

[www.anif.com.co](http://www.anif.com.co)

---

[anif@anif.com.co](mailto:anif@anif.com.co)

Síguenos en redes sociales:



@MSantamariaS  
@AnifCo



@AnifOficial



@Anif



@ANIFoficial

