

INFORME ESPECIAL: PRIMERA IMPRESIÓN PLAN FINANCIERO 2021

Jose Ignacio López

Director Ejecutivo

jose.lopez@corficolombiana.com

Julio Romero

Economista jefe

julio.romero@corficolombiana.com

Ana Vera Nieto

Especialista Renta Fija

ana.vera@corficolombiana.com

Marzo 5 de 2021



(1/2) Plan financiero y déficit 2021

- El Gobierno actualizó su plan financiero y el déficit fiscal esperado para 2021. Las cifras de un mayor déficit de 8,6% del PIB no son del todo sorprendidas, pero en el margen son malas para el mercado de deuda pública.
- El déficit fiscal de 7,8% del PIB en 2020 resultó menor al inicialmente anunciado por el Gobierno (8,2%), pero muy cercano a nuestro pronóstico de 7,9% (ver “Ingresos extra para el Gobierno en 2021” en [Informe Semanal – Marzo 1 de 2021](#)).
- Frente a las metas presentadas en la última reunión del Comité Consultivo de la Regla Fiscal, se presentó una recomposición del déficit en favor de 2020 y en detrimento de 2021 por el gasto asociado a la pandemia que fue pospuesto.
- Los supuestos a la base de las cuentas fiscales para este año, con un crecimiento de 5% del PIB y un precio de petróleo Brent promedio año de US\$53 por barril, son moderadamente cautas, a diferencias de otros años, lo cual sugiere que hay espacio para que el fin del año el déficit sea menor al 8,6% anunciando.
- La emisión de TES consistente con el déficit anunciado de \$42 billones es inferior a la que anticipamos y muestra un esfuerzo del Gobierno de minimizar la presión sobre el mercado local de deuda pública, pero es en todo caso la mayor de la historia.

(2/2) Plan financiero y déficit 2021

- El Ministro de Hacienda ratificó la necesidad de realizar un ajuste fiscal de 1,5 puntos del PIB hacia adelante, lo cual reduciría la deuda del Gobierno desde 65% del PIB este año a 59% en 2031. Este ajuste fiscal es inferior al 2% del PIB mencionado en el MFMP y puede generar dudas por parte de las calificadoras de riesgo, en particular de Fitch.
- Con estas cifras queda más claro que nunca la necesidad de una reforma fiscal que tenga un efecto positivo en el recaudo neto del Gobierno.
- Con el ajuste al monto de la subasta de TES UVR, de \$300 mil a \$350 mil millones, Crédito Público podría conseguir hasta \$1,5 billones adicionales respecto al cronograma anterior. Se espera un flujo importante de títulos de deuda hasta final de año. De darse ajustes al programa de subastas podrían modificar las colocaciones sindicadas o aumentar el monto de bonos verdes.
- El mercado local tiene una capacidad limitada para absorber los desembolsos de deuda previstos para este año, por lo que esperamos que las tasas de los TES sigan aumentando.
- Según nuestros cálculos, el mayor espacio de compra lo tienen los Bancos (\$4,8 billones), los Fondos de Pensiones (hasta \$7 billones) y las Fiduciarias (hasta \$6 billones), **quienes podrían absorber hasta el 42% de las colocaciones de deuda de este año.**
- En la medida que aumente el rendimiento de los títulos en el mercado local, el mayor apetito de los agentes extranjeros permitirá que el mercado absorba las colocaciones de deuda. BanRep también podría entrar como un agente comprador

Balance fiscal y Plan Financiero 2021

El Plan Financiero de 2021 refleja la gran presión fiscal que enfrenta Colombia como resultado de la pandemia. El déficit del Gobierno Nacional Central aumentaría de 7,8% del PIB en 2020 a 8,6% en 2021. Aunque no nos parece sorprendente, sí genera preocupación en el mercado de deuda pública

Balance fiscal del Gobierno Nacional Central

	Billones de pesos			% del PIB			
	2019	2020	2021p	2019	2020	2021p	
Ingresos totales	171,9	151,4	173,3	16,2	15,1	15,7	
Tributarios DIAN	148,4	130,5	149,0	14,0	13,0	13,5	
Otros	23,4	20,9	24,3	2,2	2,0	2,2	Incluye ingresos de \$12 billones por venta de ISA
Gastos totales	197,9	230,8	261,5	18,7	22,8	-23,7	
Intereses	30,8	28,3	37,5	2,9	2,8	3,4	
Funcionamiento e inversión	167,3	200,5	231,8	15,8	20,0	21,0	
Funcionamiento	148,8	163,4	177,7	14,0	16,3	16,1	Plan reactivación económica (0,6% del PIB) + mayor inversión
Inversión	18,5	20,1	34,2	1,7	2,0	3,1	
Emergencia	0,0	17,0	18,8	0,0	1,7	1,7	Mayor aseguramiento en salud y adquisición de vacunas + ampliación giros de programas sociales
Balance GNC	-26,0	-77,9	94,6	-2,5	-7,8	-8,6	
Balance primario GNC	4,8	-49,6	58,5	0,4	-4,9	-5,3	

* En 2021 incluye ingresos por venta de activos estatales por \$12 billones

Fuente: Ministerio de Hacienda

- Frente a las metas presentadas en la última reunión del Comité Consultivo de la Regla Fiscal, se presentó una recomposición del déficit en favor de 2020 y en detrimento de 2021 por el gasto asociado a la pandemia que fue pospuesto.
- La venta de la participación de 51% de la Nación en ISA podría generar ingresos adicionales a los 12 billones que contempla el Gobierno en su balance para 2021

Los desembolsos de deuda serían de \$90 billones en 2021, \$24 billones más de lo establecido en el MFMP de 2020 y en línea con nuestra expectativa

Fuentes y Usos 2021 (Cifras en miles de millones de pesos)

	MFMP	Plan Financiero		MFMP	Plan Financiero
Fuentes	104.901	132.082	Usos	104.901	132.082
Desembolsos	64.078	90.496	Déficit a financiar	57.770	94.647
Externos	24.358	35.164	Intereses internos	25.454	26.318
Internos	39.720	58.697	Intereses externos	10.690	10.454
Subastas y sindicaciones	32.000	40.000			
TES verdes	na	2.000	Amortizaciones	29.176	10.900
Otros recursos*	18.619	8.925	Externas	14.495	10.397
			Internas	14.680	8.257
			Pago obligaciones (sentencias, salud, otros)	8.200	8.590
Disponibilidad inicial	22.076	32.661	Disponibilidad final	9.755	10.191

* Incluye bonos de plazo menor a un año (TCO) y recursos de regalías sin ejecutar y de la cuenta única nacional (entidades públicas)

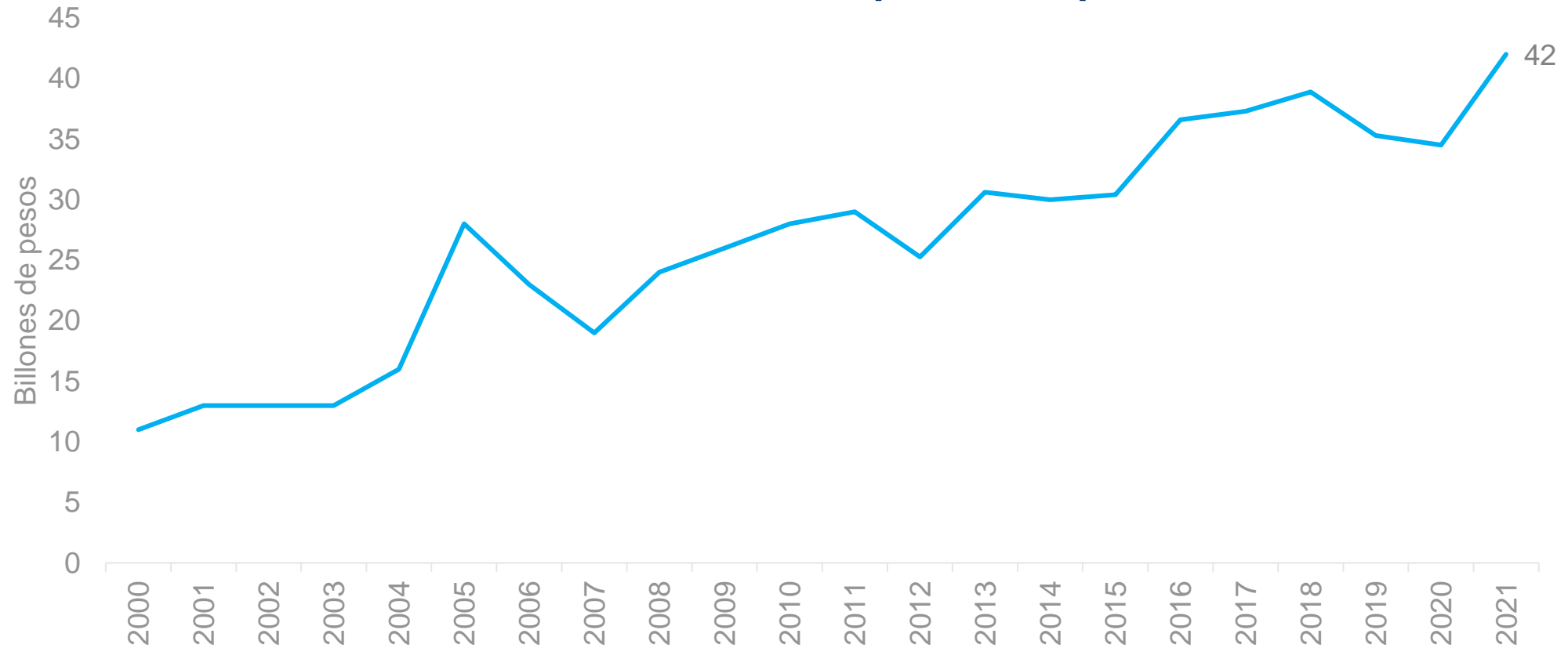
Fuente: Ministerio de Hacienda

- La emisión de TES consistente con el déficit anunciado de \$42 billones es inferior a la que anticipamos y muestra un esfuerzo del Gobierno de minimizar la presión sobre el mercado local de deuda pública, pero es en todo caso la mayor de la historia.
- Colocación de deuda externa aumenta en casi \$11 billones frente a lo establecido en el MFMP. Bajo las condiciones actuales del mercado de renta fija, el Gobierno tendría que endeudarse a un costo más alto que en 2020.

EMISIONES INTERNAS TES: el monto previsto de 2021 es el más alto en la historia.

El mayor plazo en la curva de rendimientos tanto en tasa fija como en UVR (hasta 30 años), frente a años anteriores puede ayudar a que la mayor oferta de papel se extienda en varios plazos. El ministerio contempla emisiones en plazos adicionales como 10, 15 y 25 años.

Emisiones internas de TES contempladas en plan financiero



Subastas para todo el año y colocación por sindicación

Calendario de subastas esperadas

(miles de millones de pesos)

	Tasa fija	UVR	No competitivas	Bonos Verdes	Libro ofertas*	Total
Enero	2.100	900	219			3.219
Febrero	2.100	900	300			3.300
Marzo	2.100	1050	300			3.450
Abril	2.100	1050	300			3.450
Mayo	2.100	1050	300			3.450
Junio	2.100	1050	300			3.450
Julio	1.400	1050	300	300	3.000	6.050
Agosto	1.400	1050	300	300		3.050
Septiembre	1.400	1050	300	300	2.500	5.550
Octubre	1.400	700	300	300		2.700
Noviembre	1.400	700	300	300		2.700
Diciembre	700	350	300	300		1.650
Total	20.300	10.900	3.519	1.800	5.500	42.019

Fuente: Cálculos: Corficolombiana.

Supuestos:

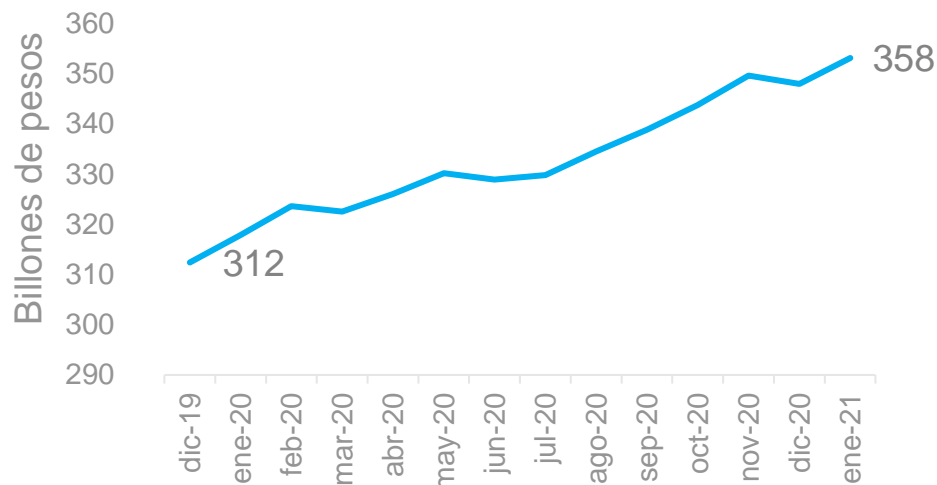
1. Sobre adjudicación en casi todo el año
2. Pueden darse mayores tasas para alcanzar el volumen de emisión
3. Se ejercen todas las no competitivas

- El gobierno nacional anunció que la emisiones internas ascenderían a 40 billones de pesos, adicionalmente se hará la colocación de un bono verde por cerca de 2 billones y la colocación mediante libro de ofertas* de bonos con vencimiento en 2031, 2041 o 2046.
- Se mantienen las referencias de bonos en la programación de subastas.
 - **Tasa fija:** TES con vencimiento en 2027, 2036 y 2050
 - **UVR:** TES con vencimiento en 2029, 2037, 2049
- Se aumenta el monto de la subasta en UVR, pasando de 300 mil a 350 bisemanal. **Con este aumento, Crédito Público podría conseguir hasta 1,5 billones adicionales**, respecto al cronograma anterior.
- Se espera un flujo importante de papeles durante todo el año, de darse ajustes podrán modificarse las colocaciones sindicadas o aumentar el monto de bonos verdes.

Capacidad de compra de TES por parte de principales agentes del mercado

De las nuevas emisiones del Gobierno Nacional, los principales agentes tienen capacidad limitada de absorción, por lo que las tasas continuarán subiendo

Saldo de TES- cifras febrero 2021

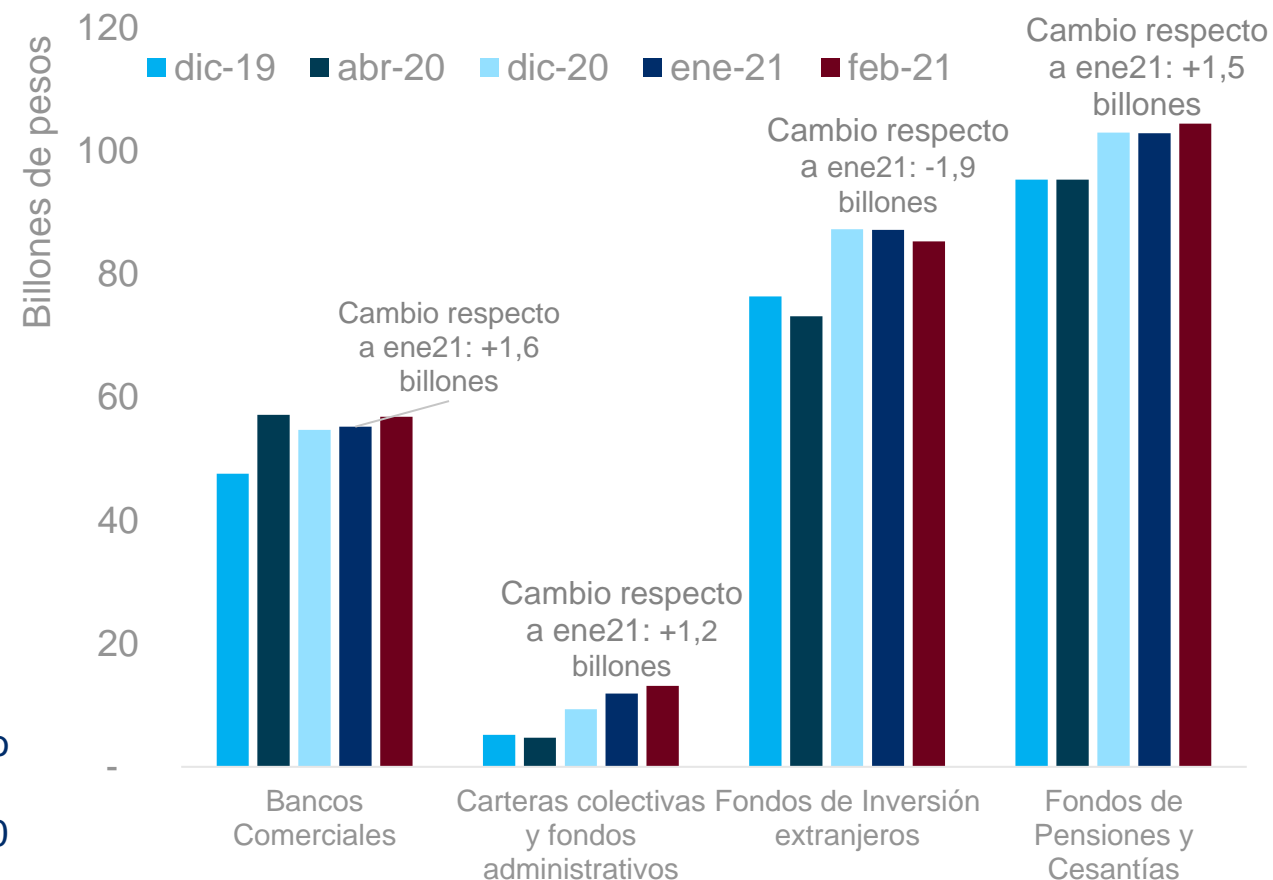


Capacidad de absorción estimada:

- **Extranjeros:** en el actual contexto pueden estar del lado vendedor, pero con tasas más altas pueden encontrar niveles de compra
- **Bancos:** +4,8 billones de pesos por mayor disponible
- **Fondos de pensiones:** hasta 7 billones por disponible y crecimiento orgánico de aportes
- **Fiduciarias:** +6 billones de pesos continuando la tendencia del 2020

No descartamos compras de BanRep en el mercado secundario para estabilizar los mercados

Saldo principales tenedores de TES Cifras febrero 2021



Los bancos vienen cambiando la estructura de su activo:

- La participación de inversiones en el activo aumentó de 18,6% en enero a 20,3% en diciembre de 2020 (último dato disponible)
- En el mismo periodo, la participación de los TES en el activo pasó de 39% a 41%
- El aumento de las compras de los bancos se concentra en los títulos indexados (denominados en UVR)
- Se ha dado un incremento importante la participación del disponible en el activo, pasando de 6,7% a 7,4% en diciembre del 2020. **Un incremento que asciende a más de 4,8 billones de pesos**, este monto podría destinarse a compra de TES en la medida que la cartera sigue con un ritmo lento en sus colocaciones.

Principales activos de los bancos

Billones de pesos

Cifras a Diciembre 2020

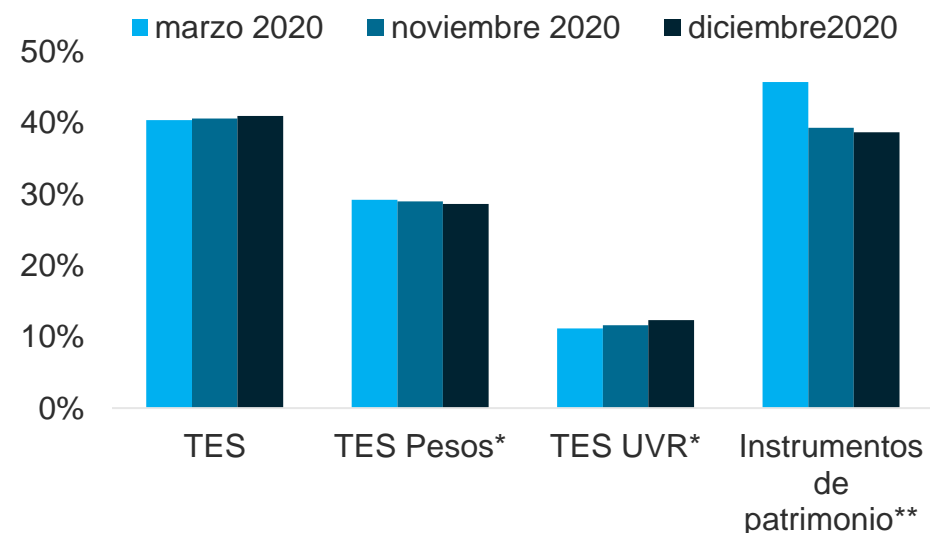
	Ene-19	Ene-20	Nov-20	Dic-20
Participaciones				
Disponible/Activo	6,8%	6,2%	6,7%	7,4%
Cartera/Activo	70,5%	70,9%	65,1%	68,3%
Inversiones/Activo	18,4%	18,6%	20,5%	20,3%

Fuente: Super financiera, Cálculos: Corficolombiana. Fuente: Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana

* Cálculos basados en las cifras de Perfil de Deuda del Ministerio de Hacienda

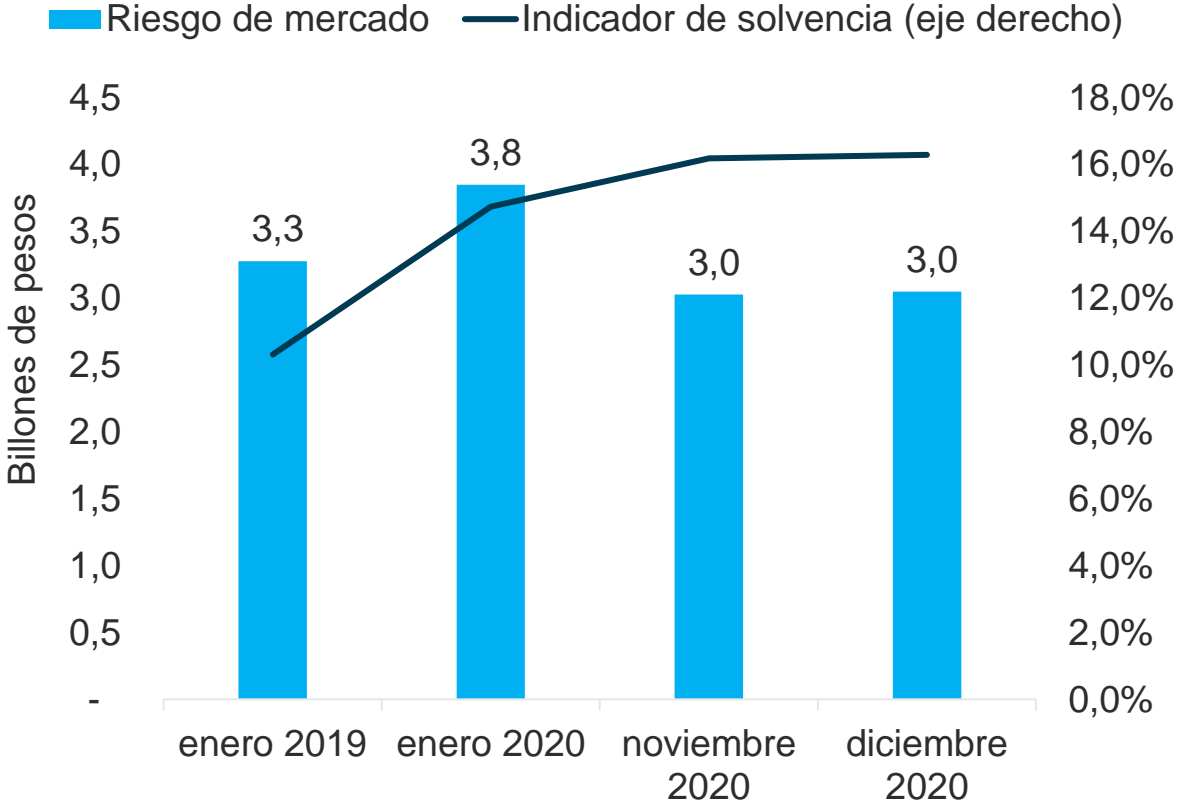
** De 2014 hacia atrás se suma a los instrumentos de patrimonio la cuenta 199550 de valorizaciones para tratar de buscar la homogenización con las NIFF

Participación en las inversiones de los bancos

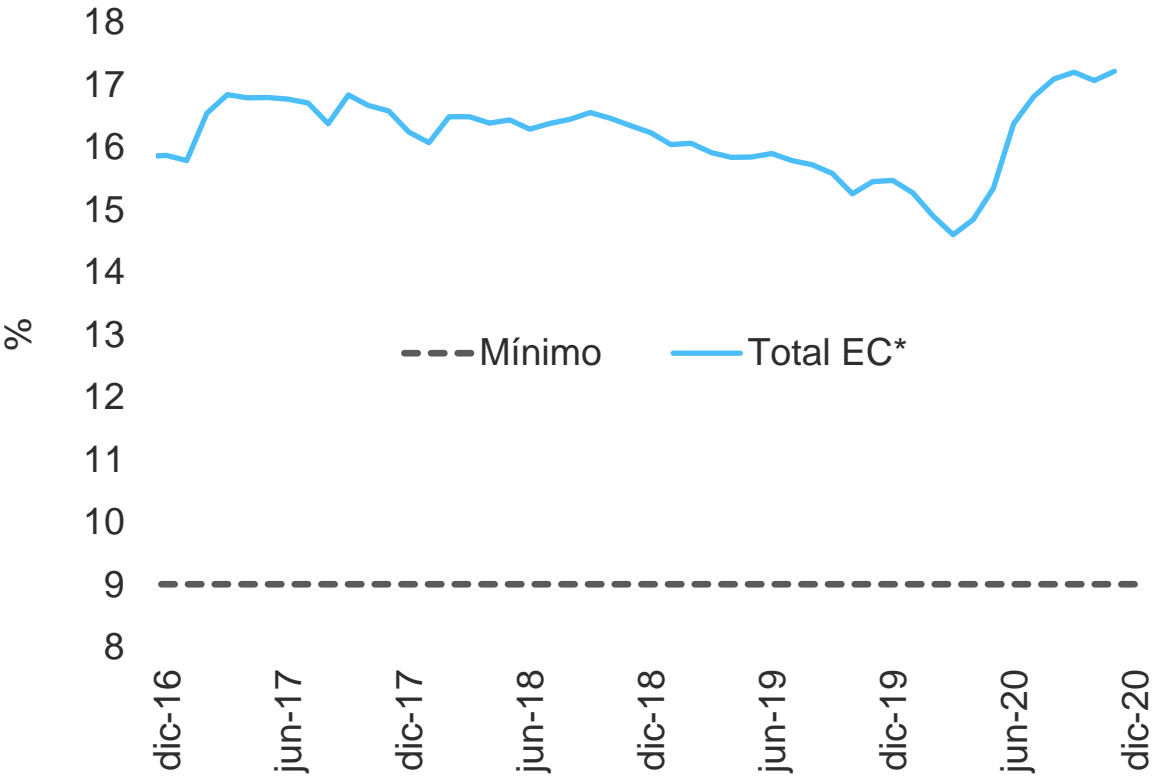


Los bancos podrían seguir comprando TES ya que su indicador de riesgo de mercado ha disminuido y el indicador de solvencia ha mejorado, lo cual es favorable en la medida que la cartera se recupera

Riesgo de mercado* y solvencia de los bancos**



Relación de solvencia con riesgo de mercado de los establecimientos de crédito



Fuente: Super financiera, Cálculos: Corficolombiana

+Riesgo de mercado es la posibilidad de que las entidades incurran en pérdidas asociadas a la disminución del valor de sus portafolios, las caídas del valor de las carteras colectivas o fondos que administran, por efecto de cambios en el precio de los instrumentos.

**Relación de Solvencia Total: Se define como el valor del Patrimonio Técnico dividido por el valor de los activos ponderados por nivel de riesgo crediticio y de mercado. Esta relación no puede ser inferior a nueve por ciento (9%).

+EC: Establecimiento de Crédito

Fuente: Super financiera, Cálculos: Corficolombiana.

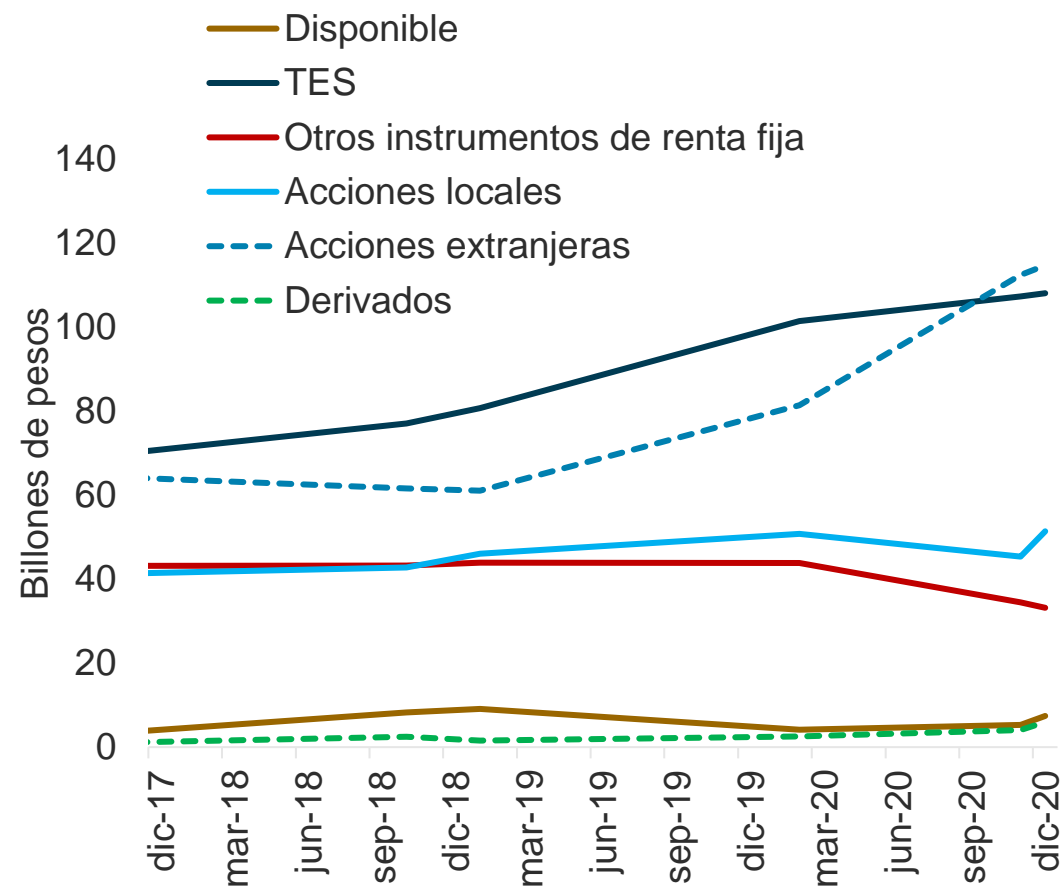


Las inversiones en moneda extranjera y derivados han aumentado su participación en el portafolio de los Fondos de Pensiones, mientras que la de TES se mantiene estable. La participación en acciones extranjeras es mayor a la de TES.

Portafolio de las AFPs

Participación en el portafolio	ene-19	feb-20	nov-20	
Disponible	3,7%	1,5%	1,7%	2,4%
TES	33,3%	35,7%	34,7%	35,0%
TES Pesos*	10,0%	12,9%	14,7%	15,0%
TES UVR*	23,4%	22,8%	20,0%	20,0%
Otros instrumentos de renta fija	18,1%	15,4%	11,2%	10,7%
Acciones locales	19,0%	17,9%	14,7%	16,6%
Acciones extranjeras	25,2%	28,6%	36,4%	37,1%
Derivados	0,6%	0,9%	1,3%	1,9%

Composición del activo de los Fondos de Pensiones



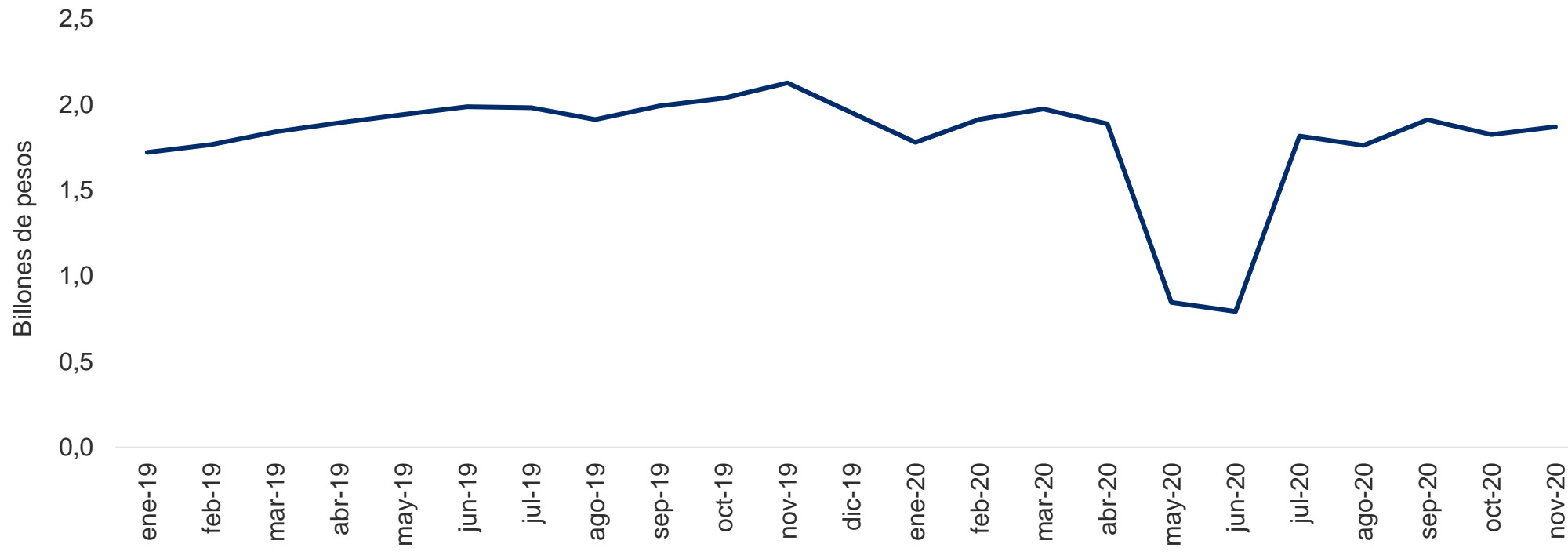
Fuente: Superfinanciera, cálculos Corficolombiana

Fuente: Superfinanciera, cálculos Corficolombiana

* Calculos basados en las cifras de Perfil de Deuda del Ministerio de Hacienda

Ante las situación generada por la pandemia, las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) tienen espacio limitado para la compra de bonos.

Aportes recibidos Fondos de Pensiones obligatorios moderado



Fuente: Superfinanciera, cálculos Corficolombiana

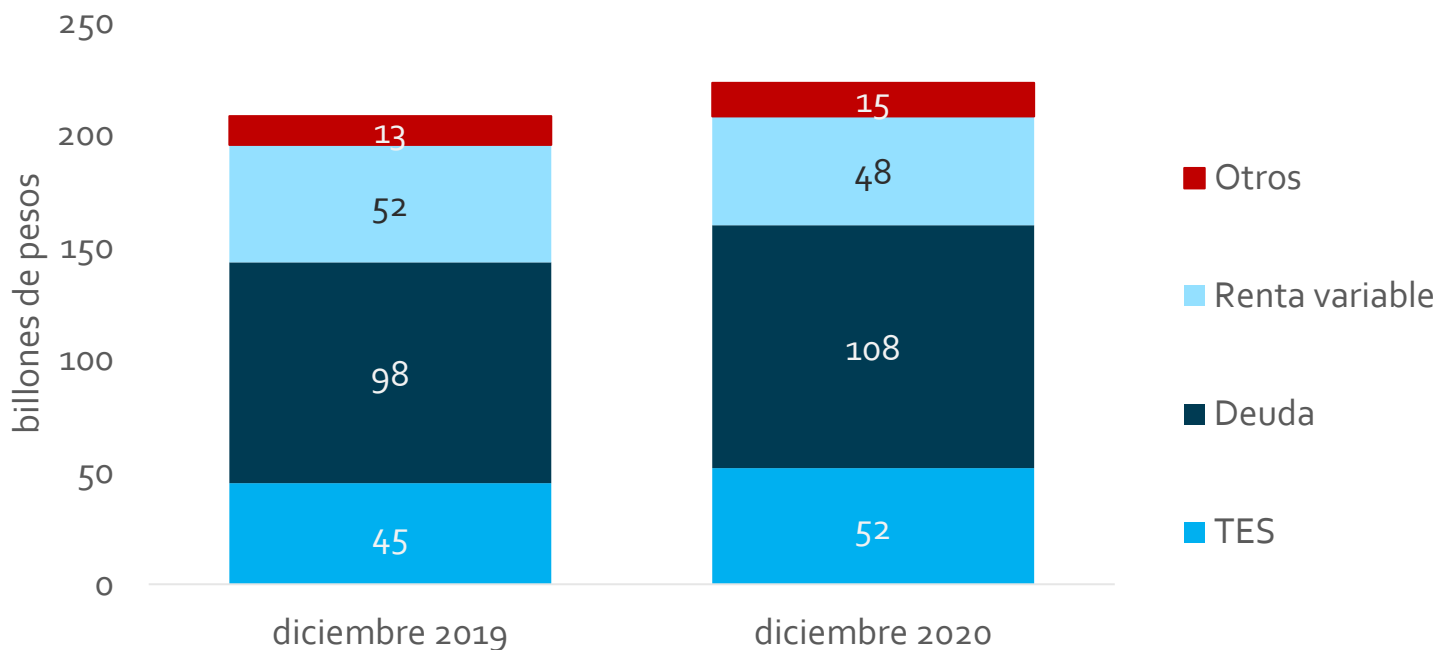
Las AFPs tienen un crecimiento vegetativo (correspondiente a los aportes mensuales de los trabajadores) que en la actualidad asciende a cerca de \$1,5 billón por mes. **Si se mantiene la ponderación actual sobre sus inversiones podrían absorber hasta 4,8 billones de las nuevas emisiones de títulos del plan financiero.**

Adicionalmente, Podrían destinar parte del incremento de su disponible +\$2,1 billones a la compra de TES, en la medida que se recuperan los aportes mensuales.

Las Fiduciarias y los fondos de inversión colectiva muestran mayor apetito por TES

A diciembre de 2020 el aumento anual fue de 7 billones de pesos, la dinámica de estos agentes puede mantenerse, en la medida que por su naturaleza mantienen una participación muy estable en renta variable y otras inversiones, además que se espera que los activos administrados se incrementen levemente ante el plan de reactivación del Gobierno Nacional

Saldo del portafolio de las Fiduciarias



Composición del portafolio de las Fiduciarias

