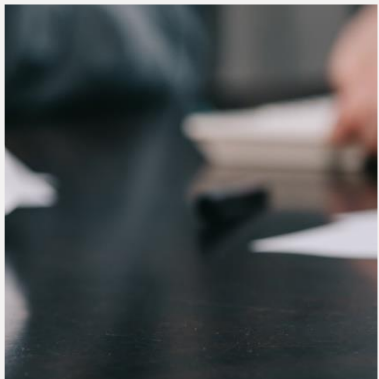


## Informe Semanal

# REFORMA PENSIONAL: IMPACTO MACROECONÓMICO Y EN EL MERCADO DE CAPITAL



27 de marzo de 2023

# Reforma pensional: impacto macroeconómico y en el mercado de capitales

Informe Semanal

## EDITORIAL - REFORMA PENSIONAL: IMPACTO MACROECONÓMICO Y EN EL MERCADO DE CAPITALES (PÁG 2)

- La reforma pensional radicada la semana pasada propone un nuevo sistema pensional de pilares, basado principalmente en el principio de solidaridad hacia los adultos mayores de 65 años más vulnerables, pero con un notable impacto negativo sobre el ahorro nacional, la sostenibilidad fiscal y el mercado de capitales del país.
- La reforma corregiría de manera parcial e incompleta parte de los problemas de baja cobertura, ineficiencia del gasto público e inequidad del sistema pensional actual. Se realizaron ajustes positivos a la propuesta del Gobierno divulgada en noviembre, como la creación del Fondo de Ahorro del Pilar Contributivo, la reducción del umbral de aportes al componente de prima media y la moderación del tamaño del pilar solidario.
- Estimamos una caída en los flujos de las administradoras de fondos de ahorro individual, que pasarían de tener ingresos netos por 5,9 billones de pesos en 2024 a egresos netos de 15,9 billones a partir de 2025, cuando entraría en vigor la reforma.
- El ahorro pensional en cuentas individuales disminuiría de 24,1% del PIB en 2022 a sólo 14,2% del PIB en 2039, lo que motivaría liquidaciones parciales del portafolio de las administradoras de fondos pensionales. El Fondo de Ahorro del Pilar Contributivo compensaría más que proporcionalmente el efecto sobre los TES, pero el impacto sobre los mercados de deuda privada y acciones sería negativo.

## MERCADO DE DEUDA (PÁG 12)

- La semana pasada, el comportamiento de los mercados financieros estuvo marcado por la decisión de política monetaria de la Reserva Federal. En respuesta, los tesoros americanos a 2 años se valorizaron 22 pbs el miércoles.
- Los TES en tasa fija exhibieron una valorización promedio de 34 pbs al cierre de la semana pasada.

## CONTEXTO EXTERNO Y MERCADO CAMBIARIO (PÁG 18)

- El peso colombiano se apreció frente al dólar y la tasa de cambio USDCOP cerró la semana por debajo de los \$4.800.
- Fed aumentó tasa de política en 25 pbs para llevarla al rango entre 4,75% a 5,00%. Las recientes dificultades en el sistema bancario moderaron la postura hawkish del banco.
- El precio de la acción del Deutsche Bank, así como los CDS a 5 años de su deuda, se deterioraron al cierre de la semana en medio de un contexto adverso para el sistema bancario europeo.

## Reforma pensional: impacto macroeconómico y en el mercado de capitales

### José Ignacio López

Director Ejecutivo  
Investigaciones Económicas  
[jose.lopez@corficolombiana.com](mailto:jose.lopez@corficolombiana.com)

### Julio Romero A.

Director  
Macroeconomía y Mercados  
[julio.romero@corficolombiana.com](mailto:julio.romero@corficolombiana.com)

### José Luis Mojica

Analista de Sectores y  
Sostenibilidad  
[jose.mojica@corficolombiana.com](mailto:jose.mojica@corficolombiana.com)

- La reforma pensional radicada la semana pasada propone un nuevo sistema pensional de pilares, basado principalmente en el principio de solidaridad hacia los adultos mayores de 65 años más vulnerables, pero con un notable impacto negativo sobre el ahorro nacional, la sostenibilidad fiscal y el mercado de capitales del país.
- La reforma corregiría de manera parcial e incompleta parte de los problemas de baja cobertura, ineficiencia del gasto público e inequidad del sistema pensional actual. Se realizaron ajustes positivos a la propuesta del Gobierno divulgada en noviembre, como la creación del Fondo de Ahorro del Pilar Contributivo, la reducción del umbral de aportes al componente de prima media y la moderación del tamaño del pilar solidario.
- El pilar solidario ampliaría el alcance actual de los subsidios, al entregar una Renta Básica Solidaria de una línea de pobreza extrema a 2,5 millones de adultos mayores pobres, mientras que el pilar semicontributivo fortalecería el programa de beneficios económicos BEPS para los afiliados que no alcanzan a cumplir los requisitos para pensionarse.
- El pilar contributivo tendría dos componentes complementarios: el de prima media, donde cotizarían todos los afiliados hasta por los primeros 3 salarios mínimos de su ingreso, y el de ahorro individual, donde quienes tengan un ingreso superior cotizarían por encima de ese umbral. Esto eliminaría la posibilidad de arbitraje entre los dos regímenes y limitaría los subsidios a pensiones altas presentes en el sistema actual.
- Casi el 75% de las cotizaciones al pilar contributivo irían al componente de prima media. Dado que el flujo que dejarían de recibir las administradoras de fondos pensionales no sería compensado por el Fondo de Ahorro del Pilar Contributivo, el ahorro nacional caería.
- Más allá de la deseable expansión del Pilar Solidario, la reforma tiene cuatro efectos negativos: i) reduce el ahorro interno, aumentando la vulnerabilidad de las cuentas externas; ii) incrementa el pasivo y el déficit pensional, deteriorando significativamente la situación fiscal; iii) golpea el mercado de capitales; y iv) no mejora la capacidad del sistema de dar pensión a los afiliados.
- Estimamos una caída en los flujos de las administradoras de fondos de ahorro individual, que pasarían de tener ingresos netos por 5,9 billones de pesos en 2024 a egresos netos de 15,9 billones a partir de 2025, cuando entraría en vigor la reforma.
- El ahorro pensional en cuentas individuales disminuiría de 24,1% del PIB en 2022 a sólo 14,2% del PIB en 2039, lo que motivaría liquidaciones parciales del portafolio de las administradoras de fondos pensionales. El Fondo de Ahorro del Pilar Contributivo compensaría más que proporcionalmente el efecto sobre los TES, pero el impacto sobre los mercados de deuda privada y acciones sería negativo.

### El sistema pensional actual

El sistema de protección a la vejez que actualmente rige en Colombia tiene su origen en la Ley 100 de 1993<sup>1</sup>, cuando el país introdujo el sistema de ahorro individual buscando mitigar el desbalance fiscal del régimen de prima media y frente a los múltiples escándalos de

<sup>1</sup> Además de la Ley 100 de 1993, el régimen actual se rige por el decreto 656 de 1994, la ley 797 de 2003, la Ley 1328 de 2009, entre otras fuentes de jurisprudencia.

27 de marzo de 2023

### **corrupción del Instituto de Seguros Sociales, que en aquella época se encargaba de la cobertura en salud y pensiones.**

Desde 1993 el sistema pensional se ha venido modificando, pero a pesar de avances en varios frentes, es bien sabido que tiene graves problemas de diseño, entre ellos la coexistencia de un sistema de reparto que compite con el régimen de ahorro individual en condiciones que favorecen a los trabajadores con mayor estabilidad laboral y de ingresos más altos por los onerosos subsidios implícitos del régimen público.

El sistema de reparto con beneficio definido está administrado por Colpensiones y, como en cualquier régimen de este tipo, las cotizaciones de los actuales trabajadores pagan las mesadas de los actuales jubilados. En otras palabras, en **el sistema administrado por Colpensiones no hay ahorro**, sino que las pensiones son pagadas por la siguiente generación de trabajadores. Las condiciones actuales de jubilación para dicho régimen incluyen 1.300 semanas cotizadas (25 años) y una edad de 57 años para las mujeres y 62 para los hombres. El Régimen de Ahorro Individual con Solidaridad (RAIS) está basado en un modelo de ahorro, donde las pensiones de los trabajadores son el resultado de las cotizaciones que realizan a lo largo de su vida más los rendimientos financieros resultantes de la inversión de dichos aportes. En este régimen las personas necesitan un mínimo de 1.150 semanas (22,12 años). En ambas opciones, el sistema público administrado por Colpensiones y el de ahorro privado, los trabajadores que cumplen con las semanas y la edad de jubilación tienen la garantía de pensión mínima.

Las asimetrías más relevantes de los dos sistemas, más allá del número de semanas requeridas, aparecen en el caso de los trabajadores que no logran cumplir los requisitos. En el caso de Colpensiones, en ausencia de ahorro, por ser un régimen de prima media, dichos trabajadores tienen derecho a una indemnización sustitutiva igual a sus aportes más la inflación causada. En el caso del RAIS los trabajadores que no cumplen los requisitos tienen una devolución de saldos que incluye los aportes más los retornos financieros. **Esta asimetría hace que el RAIS sea una mejor alternativa para buena parte de los trabajadores colombianos que actualmente no cotizan de manera constante.** La falta de aportes regulares al sistema pensional es en muchas ocasiones resultado de la alta informalidad laboral. **Aproximadamente 3 de cada 4 trabajadores en Colombia no logran los requisitos de pensión.** La devolución de saldos promedio para los trabajadores afiliados al RAIS es de 40 millones, mientras la indemnización sustitutiva en Colpensiones es de aproximadamente una sexta parte.

Otra asimetría relevante de los dos regímenes, el público y el privado, tiene que ver con los montos de las pensiones, con la excepción de los afiliados de un salario mínimo donde, como ya mencionamos, en los dos casos existe la garantía de pensión mínima. En Colpensiones el monto de la pensión está determinado por Ley, con tasas de remplazo entre el 65% y el 80%. La tasa de remplazo indica el monto de la pensión como proporción del Ingreso Base de Cotización. En el caso del RAIS el monto de la jubilación depende de las cotizaciones y de los retornos financieros asociados a dichos aportes, determinados por condiciones de mercado y no por Ley. Las tasas de remplazo del RAIS dependen de múltiples variables, pero en general son cercanas al 35%-40%. La mayor tasa de remplazo de Colpensiones, y por ende una mayor pensión en el sistema público para los trabajadores que cuentan con estabilidad laboral, se explica por los subsidios implícitos en dicha jubilación que tienen que ser cubiertos por la nación. Este año se espera que el Gobierno le tenga que girar a Colpensiones unos 19,3

27 de marzo de 2023

billones de pesos (1,2% del PIB) como resultado del déficit constante que genera el régimen de reparto y a pesar de los traslados del RAIS a Colpensiones que le proveerán a la entidad pública recursos estimados en 10 billones este año.

Los afiliados al sistema pueden trasladarse de cualquiera de los dos regímenes al otro cada 5 años, y bajo cierto umbral de edad (42 años hombre y 37 años mujer) es necesario la doble asesoría, es decir un asesoramiento de Colpensiones y del fondo privado. El último traslado posible debe ocurrir 10 años antes de cumplir la edad de jubilación.

Adicionalmente a la cohabitación del modelo de reparto y de ahorro, el actual sistema de protección a la vejez incluye los programas de Colombia Mayor y el del BEPS. Colombia Mayor es un programa de transferencias para adultos mayores en condiciones de pobreza con un monto de 80 mil pesos al mes, un 38% de la línea de pobreza extrema. La cobertura de este programa es de aproximadamente 24% de los adultos mayores de más de 60 años, 1,7 millones de beneficiarios con un costo aproximado de 1,6 billones de pesos anuales.

El programa Colombia Mayor tiene una mucho mejor focalización de los subsidios estatales que el del régimen de prima media de Colpensiones, ya que **el 51% del gasto de Colombia Mayor se destina al quintil de ingreso más bajos, mientras en el caso del sistema de reparto público el 54% de los subsidios termina en el quintil de trabajadores con mayores ingresos.**

El programa de Beneficios Económicos Periódicos (BEPS), definido por el artículo 87 de la Ley 1328 de 2009, complementa el programa de Colombia Mayor mediante incentivos al ahorro para la vejez con un esquema de subsidios del 20% sobre el ahorro realizado al momento del retiro. Este programa, administrado también por Colpensiones, está pensado en la población con ingresos inferiores al salario mínimo que cotizaron al sistema, pero no cumplen los requisitos para recibir una pensión. El alcance de este programa es de 0,5% de los adultos mayores con más de 60 años.

Como se desprende de este resumen, el sistema de protección a la vejez en Colombia tiene una baja cobertura a pesar del alto costo fiscal y elevado grado de inequidad. Adicionalmente, dado su nivel de complejidad termina generando arbitrajes a favor de personas de ingresos más altos, en un contexto de alta incertidumbre jurídica.

## El ABC de la propuesta de reforma pensional

La propuesta de reforma a las pensiones radicada por el Gobierno plantea un nuevo sistema basado en 4 pilares. Un Pilar Solidario para nacionales colombianos residentes en el país de más de 65 años en condiciones de pobreza o vulnerabilidad que lleven al menos 10 años en el país que tendrá una renta básica de al menos una línea de pobreza extrema actualizada cada año por la inflación del año anterior (aproximadamente 223 mil pesos de 2023).

Un Pilar Semicolaborativo para las personas afiliadas al sistema que a los 65 años no cumplan los requisitos para acceder a una pensión con entre 150 y 1.000 semanas cotizadas. Este pilar tendrá una renta vitalicia igual al Pilar Solidario complementando con el valor de aportes al pilar colaborativo para las personas elegibles al Pilar Solidario. Para aquellas personas no elegibles al Pilar Solidario, la renta vitalicia será igual al valor de los aportes del Pilar Colaborativo de prima media con un retorno real de 3% en adición al ahorro pensional.

27 de marzo de 2023

El Pilar Contributivo cuenta con dos componentes: prima media y ahorro individual. El componente de prima media recibirá las cotizaciones entre 1 y 3 salarios mínimos y será administrado por Colpensiones. El componente de ahorro individual recibirá cotizaciones superiores a 3 salarios mínimos y será administrado por las Administradoras de Fondos de Pensiones. Y finalmente, un pilar de ahorro voluntario, similar al actual.

La cotización al pilar contributivo se mantiene en 16% del Ingreso Base de Cotización, 75% a cargo del empleador y 25% del trabajador. Cotizantes con ingresos mensuales superiores a 4 salarios mínimos, aportarán 2 puntos porcentuales adicionales para el Fondo de Solidaridad Pensional (FSP). Cotizantes con ingresos mensuales superiores a 16 salarios mínimos, aportarán de manera progresiva al Fondo de Solidaridad. Un trabajador con ingresos superiores a 20 salarios mínimos aportará 19% de su Ingreso Base de Cotización, como resultado de esta contribución solidaria.

Adicionalmente, pensionados con mesadas entre 10 y 20 salarios mínimos aportarán 2% para el Fondo de Solidaridad Pensional (subcuenta subsistencia) y aquellos con más de 20 salarios mínimos un 3% para la misma cuenta.

El 16% de la cotización será dividida así: 13,6% del IBC hasta 3 salarios mínimos para Colpensiones y el Fondo de Ahorro del Pilar Contributivo, 14,2% del Ingreso Base de Cotización superior a 3 salarios mínimos para la Cuenta de Ahorro individual, y 0,8% para la administración de dichos recursos. Posteriormente y de forma gradual, el 14,2% se elevará hasta 15% del Ingreso Base de Cotización para los aportes a las cuentas individuales mientras los administradores cobrarán una comisión calculada sobre los activos administrados y eventualmente una comisión de desempeño. Ambos componentes serán reglamentados por el Gobierno en los siguientes 6 meses de aprobada la reforma. En el pilar contributivo, 2,4% del Ingreso Base de Cotización será destinado para gastos de administración de Colpensiones y el pago de seguros previsionales, y 1% del Ingreso Base de Cotización entre 3 y 25 salarios mínimos para el Fondo de Ahorro del Pilar Contributivo.

La reforma crea el Fondo del Ahorro del Pilar Contributivo como una cuenta especial administrada por Colpensiones a través de patrimonios autónomos o encargos fiduciarios que serán alimentados por un porcentaje de los ingresos por cotizaciones del pilar contributivo de prima media, la contribución solidaria y los traslados de recursos desde el RAIS a Colpensiones. El monto del ahorro de dicho fondo será de 0,57% del PIB entre 2025 y 2030 e irá en aumento hasta 0,92% del PIB a partir de 2050.

Trabajadores con vínculos laborales por días o semanas, e independientes con ingresos menores a 1 salario mínimo, podrán cotizar de acuerdo con el número de días laborales y sobre un monto no inferior a un 1 salario mínimo diario. La cotización semanal será de  $\frac{1}{4}$  del salario mínimo mensual vigente.

El derecho a la pensión en el pilar contributivo requiere 57 años para mujeres, 62 años para hombres, es decir las mismas edades del actual sistema, pero con 1.300 semanas de cotización.

La tasa de remplazo, es decir la mesada pensional en relación con el IBC, será de mínimo 64% para trabajadores hasta 3 salarios mínimos de Ingreso Base de Liquidación. Dicho ingreso se define como el máximo entre el promedio del IBC del componente del pilar contributivo prima media durante 10 años antes del reconocimiento de la pensión ajustados por inflación y el

27 de marzo de 2023

promedio de toda la vida laboral ajustado también por inflación. Por cada 50 semanas adicionales se incrementa la tasa de remplazo en 1,5% del ingreso base de liquidación hasta un máximo de 80%. Se pagarán 13 mesadas anuales.

En el componente de ahorro del pilar contributivo se reconocerán las cotizaciones entre 3 y 25 salarios mínimos con sus respectivos rendimientos y de ser el caso, cualquier bono pensional aplicable. Para este componente aplicará una renta mensual actuarialmente calculada en 13 mesadas anuales.

El componente de ahorro individual podrá ser administrado por las Administradoras de Fondos de Pensiones del actual RAIS, sociedades fiduciarias, compañías de seguros de vida y sociedades comisionistas de bolsa, bajo cumplimiento de requerimientos de patrimonio que el Gobierno fijará. El esquema de multifondos, rentabilidad mínima y reserva de estabilización de reservas continuarán. El Gobierno determinará el régimen de inversiones, las condiciones de rentabilidad mínima y las condiciones bajo las cuales las entidades administradoras pueden utilizar agentes o intermediarios en su actividad de inversión.

Las personas que cuenten con más de 1.000 semanas cotizadas se les continuará aplicando en su totalidad la Ley 100 de 1993. Este nuevo sistema entraría en vigor a partir del primero de enero de 2025.

## Pros y contras de la reforma

El Sistema de Protección Social Integral para la Vejez que propone el gobierno tiene algunos aspectos positivos. En primer lugar, tiene un enfoque de solidaridad en el que 2,5 millones de adultos mayores de 65 años vulnerables recibirían una Renta Básica Solidaria (RBS) equivalente a una línea de pobreza extrema, esto es, 223 mil pesos mensuales a precios de 2023. Así, el **Pilar Solidario de la reforma implica un aumento significativo tanto en el número de beneficiarios como en el monto del subsidio, en comparación con el programa Colombia Mayor** (Tabla 1).

**Tabla 1. Comparación de Colombia Mayor y Pilar Solidario**

	Colombia Mayor (A)	Renta Básica Solidaria (B)	Comparación (B) / (A)
Beneficiarios (millones de personas)	1,7	2,5	1,5 veces
Subsidio mensual (\$)	\$ 80.000	\$ 223.000	2,8 veces
Costo anual (\$ billones)	\$ 1,6	\$ 6,7	4,1 veces

Fuente: Departamento de Prosperidad Social y Reforma Pensional

La reforma establece que el Pilar Solidario se financie mediante el Fondo de Solidaridad Pensional (FSP), el cual se alimentaría con las cotizaciones de los afiliados de mayores ingresos: quienes ganan más de 4 salarios mínimos (SM) aportan un 2% adicional de su ingreso base de cotización, y quienes ganan más de 16 salarios mínimos (SM) realizan una cotización extra de entre 0,2% y 1%. Adicionalmente, los pensionados con ingresos mayores a 10 SM aportarán 2% y aquellos con ingresos superiores a 20 SM aportarán 3% al FSP.

También se corregirán, en parte, los problemas ampliamente diagnosticados de baja cobertura, ineficiencia del gasto público e inequidad del sistema pensional actual. Además, frente a la propuesta conocida en noviembre, la reforma incorporó ajustes positivos, tales

27 de marzo de 2023

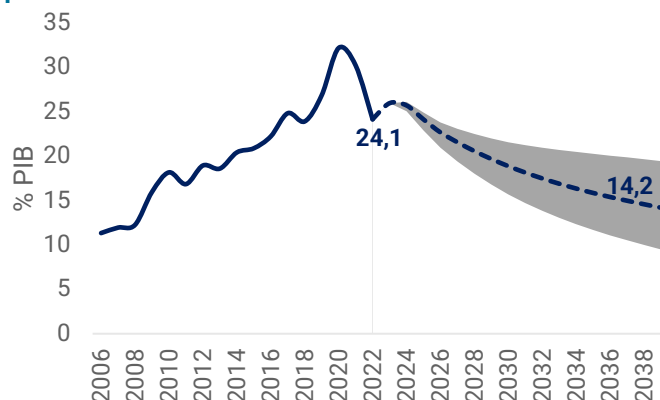
como la creación del Fondo de Ahorro del Pilar Contributivo, un menor umbral de aportes al componente de prima media y la moderación del tamaño del pilar solidario (Tabla 2).

Sin embargo, **la reforma tendría implicaciones macroeconómicas muy negativas para el país**. Cerca del 75% de las cotizaciones del componente contributivo iría al componente de prima media, y estimamos que las administradoras de fondos pensionales dejarían de recibir un flujo que no sería compensado por los ingresos del Fondo de Ahorro del Pilar Contributivo. En particular, **identificamos cuatro efectos macroeconómicos negativos de la reforma pensional**: i) reduce el ahorro interno, aumentando la vulnerabilidad de las cuentas externas; ii) incrementa el pasivo y el déficit pensional, deteriorando significativamente la situación fiscal; iii) golpea el mercado de capitales; y iv) no mejora la capacidad del sistema de dar pensión a los afiliados dentro del pilar contributivo, de hecho eleva el requisito de semanas a 1.300 para todos los afiliados (hoy 1.150 para afiliados al régimen de ahorro individual). La Tabla 2 presenta nuestro análisis de aspectos positivos y negativos de la reforma.

**Tabla 2. Aspectos positivos y negativos de la reforma pensional**

Aspectos positivos	Aspectos negativos
<p><b>1. Enfoque de solidaridad:</b> Pilar Solidario beneficia a más personas con un subsidio más alto de lo que actualmente hace Colombia Mayor (Tabla 1). Este Pilar se financia con aportes de los afiliados y los pensionados de ingresos más altos.</p>	<p><b>1. Reduce el ahorro interno y aumenta el déficit externo.</b> El Fondo de Ahorro del Pilar Contributivo NO compensaría la caída del ahorro en las cuentas de ahorro individual. Estimamos que el stock de las administradoras de fondos pensionales disminuirá 10 puntos porcentuales del PIB entre 2022 y 2039 y el país tendría que acudir al ahorro externo para financiar la inversión doméstica (probablemente afectando el crecimiento económico del país), aumentando el déficit en cuenta corriente desde los elevados niveles actuales.</p>
<p><b>2. Corrige parte del problema de cobertura.</b> Actualmente sólo 1 de cada 4 adultos en edad de pensionarse recibe una pensión y 1 de cada 4 recibe una transferencia del gobierno, en el programa Colombia Mayor. El Pilar Solidario de la reforma ampliaría el alcance actual de los subsidios, mientras que el pilar semicontributivo fortalecería el programa de beneficios económicos BEPS para los afiliados que no alcanzan a cumplir los requisitos para pensionarse. <b>Sin embargo, la reforma NO mejora la cobertura del Pilar Contributivo.</b></p>	<p><b>2. Incrementa el pasivo pensional, deteriorando significativamente la situación fiscal.</b> Como consecuencia de la reforma, el pasivo pensional* pasaría de 110% del PIB actualmente a 249% del PIB, según cálculos de ANIF.</p> <p><i>*Pasivo pensional = Valor presente neto 2024-2070 del costo de actuales y futuros pensionados en Colpensiones + costo de pilares solidario y semicontributivo.</i></p>
<p><b>3. Corrige en parte la ineficiencia del gasto público en pensiones.</b> Actualmente, del Presupuesto General de la Nación se destina un 3,5% del PIB a gasto pensional, del cual dos terceras partes van a regímenes especiales y una tercera parte a Colpensiones. La reforma disminuiría este último, en la medida que los subsidios para los pensionados a Colpensiones estarían acotados a 3 SM (aunque se ampliaría a todos los afiliados al sistema), es decir, dejarían de subsidiarse pensiones superiores a ese umbral en el régimen de prima media. Sin embargo, <b>la reforma no corrige el pasivo pensional de regímenes especiales.</b></p>	<p><b>3. Golpea el mercado de capitales.</b> Estimamos que los flujos de las administradoras de fondos de ahorro individual caerían, al pasar de ingresos netos por 5,9 billones de pesos en 2024 a egresos netos de 15,9 billones a partir de 2025, cuando entraría en vigor la reforma. <b>El stock de ahorro en cuentas individuales disminuiría de 24,1% del PIB en 2022 a sólo 14,2% del PIB en 2039, lo que motivaría liquidaciones parciales del portafolio de las administradoras de fondos pensionales.</b> El Fondo de Ahorro del Pilar Contributivo compensaría más que proporcionalmente el efecto sobre los TES, pero el impacto sobre los mercados de deuda privada y acciones sería negativo.</p>
<p><b>4. Corrige en parte problema de inequidad.</b> En el sistema actual, dos afiliados con la misma historia de cotización pueden tener diferentes resultados, ya sea como pensión o como devolución de saldos en el régimen privado o indemnización sustitutiva en el régimen de prima media. Con la reforma, <b>el pilar contributivo tendría dos componentes que no compiten sino que se complementan, lo cual eliminaría la posibilidad de arbitraje entre los dos regímenes.</b></p>	<p><b>4. No mejora la capacidad del sistema de dar pensión a los afiliados dentro del pilar contributivo,</b> de hecho eleva el requisito de semanas a 1.300 para todos los afiliados (hoy 1.150 para afiliados al régimen de ahorro individual). <b>Tampoco aborda un problema estructural del sistema pensional: la alta informalidad del mercado laboral.</b> Así, el pilar contributivo sigue dificultando que los colombianos más vulnerables coticen al sistema, como aquellos con ingresos menores a 1 SM. Además, quienes sí pueden cotizar deben cumplir requisitos no acordes con la realidad del mercado laboral. Lo cierto es que la mayoría de los afiliados recibiría prestaciones del pilar semicontributivo, es decir, devolución de saldos o indemnización sustitutiva, y no una pensión del pilar contributivo.</p>
<p><b>5. Frente a la propuesta conocida en noviembre de 2022, la reforma incorpora ajustes positivos,</b> tales como: i) <b>la creación del Fondo de Ahorro del Pilar Contributivo en el cual se ahorrará el 0,57% del PIB a partir de 2025 y hasta 0,92% del PIB a partir de 2050;</b> ii) la reducción del umbral de aportes al componente contributivo de prima media, que originalmente se propuso de 4 SM y en la reforma radicada quedó de 3 SM; y iii) la moderación del tamaño del pilar solidario a menos de la mitad, pues la Renta Básica Solidaria sería de una línea de pobreza (223 mil pesos), en vez de medio salario mínimo.</p>	

Fuente: Elaboración propia

**Gráfico 1. Proyección del portafolio administrado por las AFP con reforma pensional**


Fuente: Superfinanciera. Proyecciones Corficolombiana. \*El área sombreada corresponde a la divergencia de la proyección por la volatilidad de los rendimientos.

**Gráfico 2. Afiliados a Fondos de Pensiones Obligatorias en diciembre de 2022 (millones de personas)**


Cálculos: Superfinanciera. SM: Salario Mínimo Legal

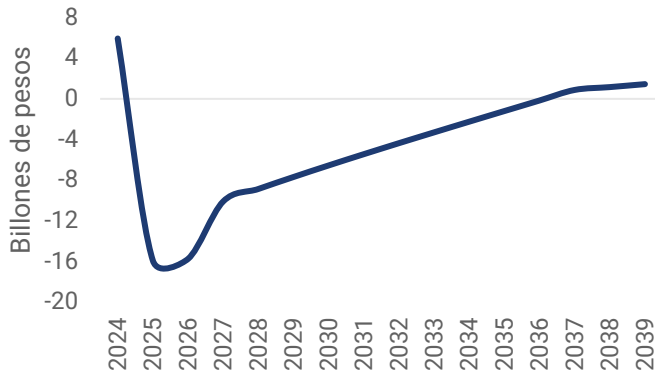
## Impacto en el mercado de capitales

Nuestros cálculos apuntan a que la reforma pensional tendría un efecto adverso sobre el portafolio de las administradoras de fondos de pensiones, como resultado de flujos negativos que empezarían a evidenciarse desde el año 2025, cuando entraría en vigor. En consecuencia, el stock administrado por los fondos de pensiones pasaría de representar el 24,1% del PIB en 2022 a solo el 14,2% del PIB en el 2039 (Gráfico 1). Lo anterior obedece a la caída en el flujo de cotizaciones que reciben los administradores de fondos de pensiones y a los traslados a Colpensiones durante el régimen de transición a partir de 2025.

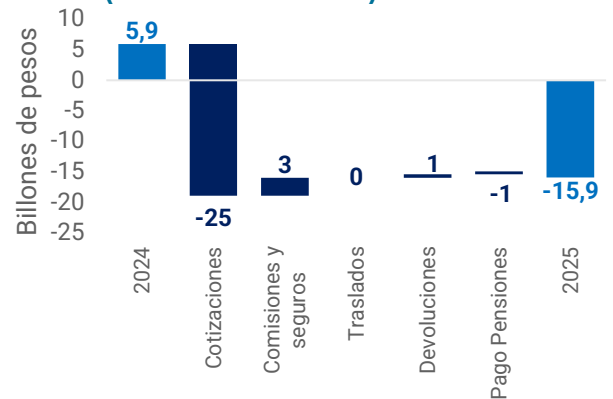
Proyectamos el ahorro pensional privado de los próximos años basados en los flujos positivos y negativos de las administradoras de fondos de pensiones, a saber: los rendimientos del portafolio, las cotizaciones al componente complementario de ahorro individual, las comisiones y seguros, los traslados a Colpensiones, las devoluciones de saldos y los pagos de pensiones<sup>2</sup>. En primer lugar, estimamos los rendimientos manteniendo una tasa de retorno real del 3,4%, consistente con lo exhibido durante los últimos diez años, más la inflación (convergencia a un nivel de 3,8% de largo plazo). No obstante, la volatilidad inherente de los rendimientos nos llevó a establecer el intervalo de confianza que se muestra en el área sombrada del Gráfico 1.

En el caso de las cotizaciones, asumimos que los administradores de fondos de pensiones conservarían sólo el 27% de los flujos que tendrían sin la reforma, los cuales ascendieron a 29 billones de pesos en 2022. Esta proporción tiene en cuenta que el umbral de 3 SMMLV comprende al 88% de todos los cotizantes actuales del RAIS –los cuales pasarían al pilar administrado por Colpensiones (Gráfico 2)– y también incorpora los aportes de los cotizantes actuales a Colpensiones que devenga más de 3 SMMLV, quienes cotizarían la parte de su

<sup>2</sup>  $Stock_{t+1} = Stock_t + Rendimientos_t + Cotizaciones_t - Comisiones \& seguros_t - Traslados \ a \ Colpensiones_t - Devoluciones \ de \ saldos_t - Pago \ pensiones_t$

**Gráfico 3. Flujos proyectados de las AFP (sin rendimientos)**


Cálculos: Corficolombiana.

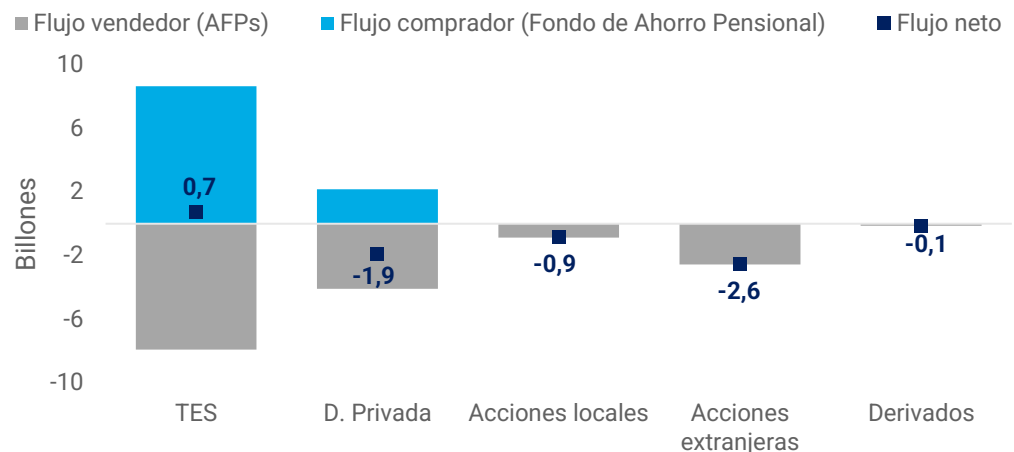
**Gráfico 4. Cambio en los flujos de las AFP en 2025 (sin rendimientos)**


Cálculos: Corficolombiana.

ingreso superior a ese umbral al pilar administrado por el componente complementario de ahorro individual.

Para las comisiones y seguros, los cambios que introduce la reforma nos llevan a proyectar una reducción de 6,6 a 3,6 billones de pesos en 2025. Los egresos por traslados a Colpensiones se mantendrían cerca a los 12 billones anuales hasta 2025 y desde entonces se diluirían paulatinamente, en la medida que se agota el régimen de transición. De forma similar, las devoluciones de saldos alcanzarían su pico en el 2024 y desde entonces disminuirán progresivamente. Por último, el pago de pensiones del componente de ahorro individual lo estimamos partiendo del nivel observado de 2022 y asumiendo una tasa de crecimiento real de 3,3% (cercana al avance promedio del ingreso real) más inflación.

De esta forma, proyectamos una caída en los flujos (sin rendimientos) de las administradoras de fondos privados en 2025, que pasarían de tener ingresos netos por 5,9 billones de pesos

**Gráfico 5. Efectos de la reforma pensional sobre el mercado de capitales**


Cálculos Corficolombiana.

27 de marzo de 2023

en 2024 a egresos netos de 15,9 billones a partir de la entrada en vigor de la reforma (Gráfico 3). Este retroceso se daría por una caída de 25 billones de pesos en las cotizaciones, lo que estaría parcialmente compensado por menores comisiones y seguros (Gráfico 4). Si bien nuestro escenario base no asume un aumento en traslados, resaltamos que este componente podría exacerbarse en función del supuesto que se haga de la cantidad de cotizantes que podrían haberse trasladado a Colpensiones y no lo hicieron.

A raíz de estas necesidades de caja en 2025, es previsible que las AFP salgan a liquidar parte de su portafolio. El impacto sobre el mercado de capitales se puede observar en el Gráfico 5. El flujo vendedor de las AFP estará concentrado en TES (7,9 billones de pesos) y deuda privada (4,1 billones). El Fondo de Ahorro del Pilar Contributivo compensaría más que proporcionalmente el efecto sobre los TES, pero no contrarrestaría el impacto en el mercado de deuda privada, y menos aún en el mercado de acciones tanto locales como extranjeras, dado que el Fondo invertiría solamente en renta fija local.

## Mercado de deuda

**María Paula González**  
 Analista de Investigaciones  
 Económicas  
[paula.gonzalez@corficolombiana.com](mailto:paula.gonzalez@corficolombiana.com)

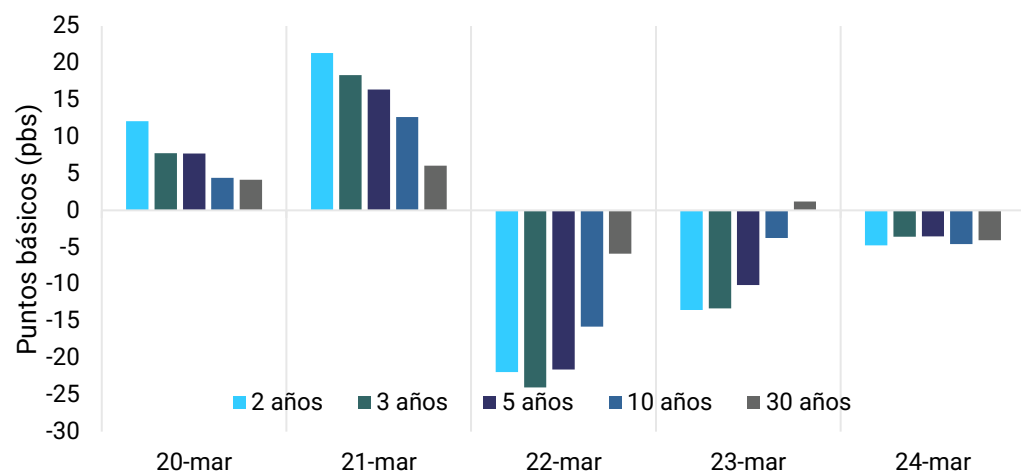
- La semana pasada, el comportamiento de los mercados financieros estuvo marcado por la decisión de política monetaria de la Reserva Federal. En respuesta, los tesoros americanos a 2 años se valorizaron 22 pbs el miércoles.
- Los TES en tasa fija exhibieron una valorización promedio de 34 pbs al cierre de la semana pasada.

## Mercado Internacional

La semana que finalizó estuvo marcada por la reunión de política monetaria de la Reserva Federal (FED). El Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) decidió aumentar el rango del tipo de interés de los fondos federales en 25 pbs, llevándolo al nivel entre 4,75% y 5,0%. Lo anterior estuvo en línea con las expectativas del mercado (Ver [Informe Flash: decisión de la Fed y reacción de los mercados](#)).

En medio de un tono menos *hawkish* de la Reserva Federal y una alta volatilidad, el rendimiento de los tesoros americanos a 2 años -activo que refleja las expectativas de la política monetaria en el corto plazo- se valorizó 22 puntos básicos (pbs) el día de la decisión (22-mar). Desde el anuncio de la FED, se observó una valorización a lo largo de la curva de rendimientos de los bonos del tesoro. Puntualmente, la referencia de 10 años se valorizó 24 pbs en la segunda mitad de la semana, pasando de una rentabilidad de 3,61% el martes 21 de marzo a 3,37% durante el cierre del viernes (Gráfico 1).

**Gráfico 1. Cambio diario en pbs de la tasa de rendimiento de los tesoros americanos**



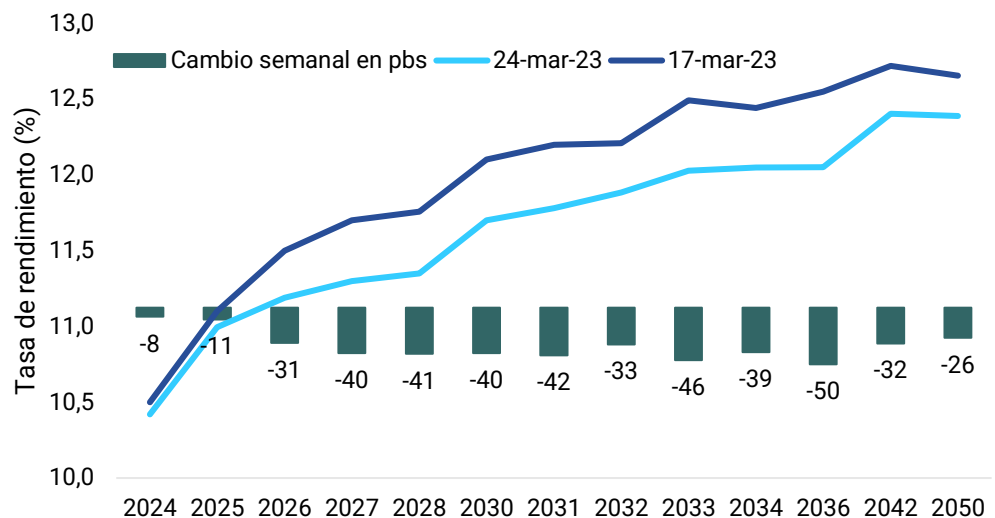
Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

## Mercado local

La semana pasada, los TES en tasa fija exhibieron una valorización a lo largo de la curva. La parte corta y media (TES con vencimiento entre 2024 y 2030) se valorizó en promedio 28 puntos básicos (pbs), en tanto que la parte larga se valorizó 38 pbs (Gráfico 2).

La caída de los rendimientos de la curva en tasa fija estuvo principalmente asociada a una Reserva Federal que moderó el tono de su discurso frente al rumbo de la política monetaria, ante los últimos eventos en el sistema bancario relacionados con el *Silicon Valley Bank* y *Credit Suisse*. Ahora bien, el Gobierno Nacional radicó esta semana la propuesta de Reforma Pensional ante el Congreso de la República, lo que representa un factor adicional que podría generar presiones sobre el mercado de renta fija en el corto y mediano plazo, dados los efectos colaterales que generaría la propuesta sobre el mercado de capitales. Sin embargo, en un principio se buscará evitar un mayor impacto en el mercado de TES, al permitir invertir una parte del fondo de ahorro de Colpensiones en este activo (ver “Reforma pensional: impacto macroeconómico y en el mercado de capitales” en este informe).

**Gráfico 2. Cambio semanal de la tasa de rendimiento del bono a 10 años en moneda local**



Fuente: Refinitiv Eikon.

Finalmente, esta semana estará marcada por la decisión del Banco de la República para la cual esperamos un incremento de 25 pbs en la Tasa de Política Monetaria (TPM). En esta reunión será importante la postura que adopte la Junta Directiva frente a la actualización del escenario global, en un contexto de mayor aversión al riesgo en los mercados globales y ante la última decisión de la Reserva Federal.

## Cifras de deuda pública interna

Bono	Cupón	Vencimiento	Duración Modificada	Tasa (%)		Precio	
				17-mar-23	24-mar-23	17-mar-23	24-mar-23
<b>TES Tasa Fija</b>							
TFIT16240724	10,00%	24-jul-24	1,43	10,50	10,42	99,28	99,39
TFIT08261125	6,25%	26-nov-25	2,68	11,10	11,00	89,14	89,42
TFIT15260826	7,50%	26-ago-26	3,18	11,50	11,19	89,03	89,86
TFIT08031127	5,75%	3-nov-27	4,21	11,70	11,30	79,53	80,79
TFIT16280428	6,00%	28-abr-28	4,36	11,76	11,35	78,73	80,09
TFIT16180930	7,75%	18-sep-30	5,68	12,10	11,70	79,19	80,88
TFIT16260331	7,00%	26-mar-31	5,78	12,20	11,78	74,29	76,06
TFIT16300632	7,00%	30-jun-32	6,46	12,21	11,89	71,88	73,33
TFIT11090233	13,30%	9-feb-33	6,06	12,49	12,03	104,11	106,78
TFIT16181034	7,25%	18-oct-34	7,41	12,44	12,05	68,89	70,75
TFIT16070936	6,25%	9-jul-36	7,94	12,55	12,05	60,12	62,40
TFIT21280542	9,25%	28-may-42	8,03	12,72	12,40	75,37	77,19
TFIT260950	7,25%	26-oct-50	9,31	13,21	13,21	58,78	60,07
<b>TES UVR</b>							
TUVT11070525	3,50%	7-may-25	2,21	3,70	3,73	99,59	99,53
TUVT11170327	3,30%	17-mar-27	3,85	4,51	4,52	95,66	95,64
TUVT10180429	103,30%	18-abr-29	5,77	4,81	4,79	86,74	86,90
TUVT20250333	3,00%	25-mar-33	8,53	5,04	4,91	84,25	85,18
TUVT20040435	4,75%	4-abr-35	9,03	5,27	5,16	95,45	96,43
TUVT25022537	4,00%	25-feb-37	10,42	5,28	5,27	85,20	85,23
TUVT17160649	3,50%	16-jun-49	15,22	5,05	5,07	81,27	81,08

Fuente: SEN, Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

## Cifras de deuda pública externa

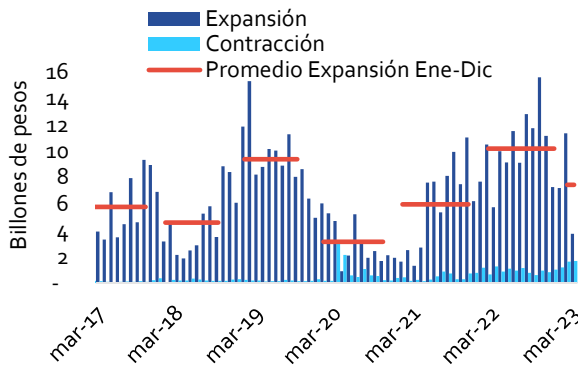
Bono	Cupón	Vencimiento	Duración	Libor Z-Spread (pbs)	Tasa (%)		Precio	
					17-mar-23	24-mar-23	10-mar-23	17-mar-23
<b>COLGLB feb24</b>	4,000%	26-feb-24	1,08	129,20	5,70	5,59	98,43	98,60
<b>COLGLB may24</b>	8,125%	21-may-24	1,29	130,35	6,19	5,74	101,89	103,02
<b>COLGLB26</b>	4,500%	28-ene-26	2,80	250,50	6,56	6,44	93,90	95,05
<b>COLGLB27</b>	3,875%	25-abr-27	3,92	321,60	6,98	6,86	88,11	90,15
<b>COLGLB29</b>	4,500%	15-mar-29	5,30	354,80	7,44	7,27	84,92	87,29
<b>COLGLB30</b>	3,000%	30-ene-30	6,18	365,00	7,69	7,38	74,29	76,21
<b>COLGLB32</b>	3,250%	22-abr-32	7,75	382,40	7,74	7,47	70,20	72,50
<b>COLGLB37</b>	7,375%	18-sep-37	8,91	438,79	8,34	8,14	91,06	95,35
<b>COLGLB41</b>	6,125%	18-ene-41	10,44	471,30	8,61	8,36	76,63	79,42
<b>COLGLB42</b>	4,125%	22-feb-42	11,55	431,00	8,28	8,02	59,50	62,20
<b>COLGLB44</b>	5,625%	26-feb-44	10,99	477,15	8,59	8,35	70,85	73,12
<b>COLGLB45</b>	5,000%	15-jun-45	11,55	465,17	8,45	8,19	64,93	66,92
<b>COLGLB49</b>	5,200%	15-may-49	12,29	479,20	8,51	8,27	64,55	66,69

Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos: Corficolombiana.

## Inflación implícita extraída de la curva cero cupón de TES

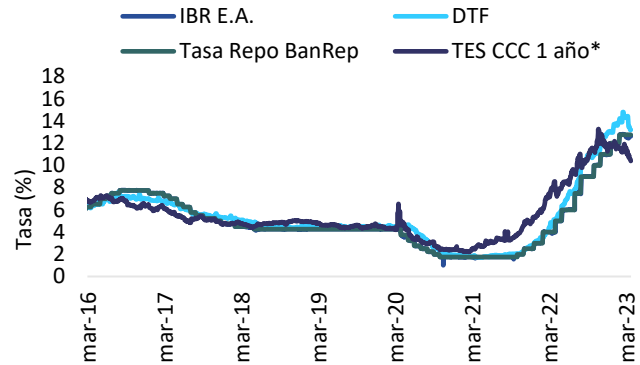
Fecha	1 año	2 años	3 años	5 años	10 años
<b>31-dic-22</b>	8,41%	7,49%	7,11%	6,87%	6,67%
<b>24-mar-22</b>	7,41%	7,33%	6,97%	6,38%	5,83%
<b>22-feb-23</b>	8,91%	7,85%	7,38%	7,19%	7,51%
<b>17-mar-23</b>	8,00%	7,12%	6,78%	6,73%	7,17%
<b>24-mar-23</b>	7,73%	6,80%	6,45%	6,37%	6,75%
<b>Cambios (pbs)</b>					
<b>Semanal</b>	-26,2	-31,7	-33,4	-36,3	-42,2
<b>Mensual</b>	-117,3	-104,2	-93,4	-82,8	-75,3
<b>Anual</b>	32,5	-52,7	-51,9	-1,0	92,3
<b>Año corrido</b>	-68,0	-68,6	-66,7	-50,0	8,5

### Saldo promedio de operaciones repo en BanRep



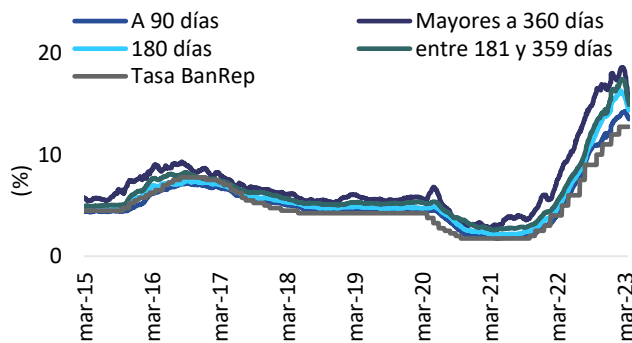
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

### Tasas de interés de corto plazo



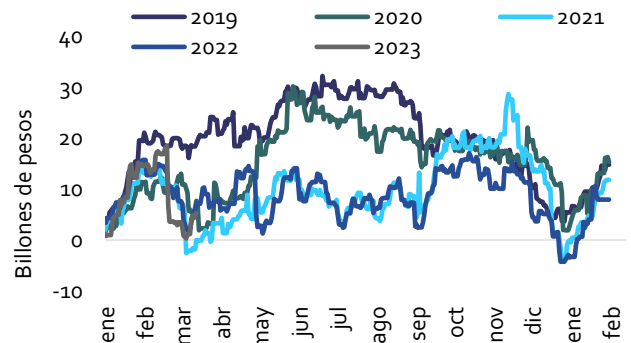
Fuente: BanRep y Precia. Cálculos: Corficolombiana

### Tasas de captación (promedio móvil 20 días)



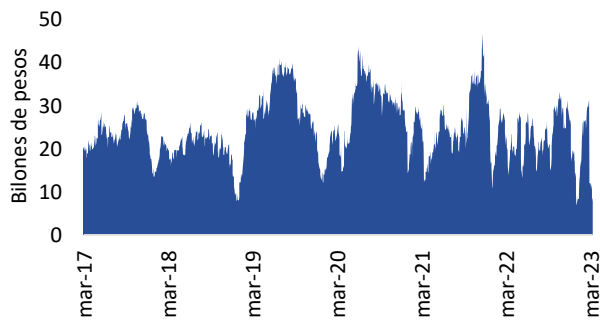
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

### Cambio año corrido del saldo de disponibilidades de la DTN en BanRep



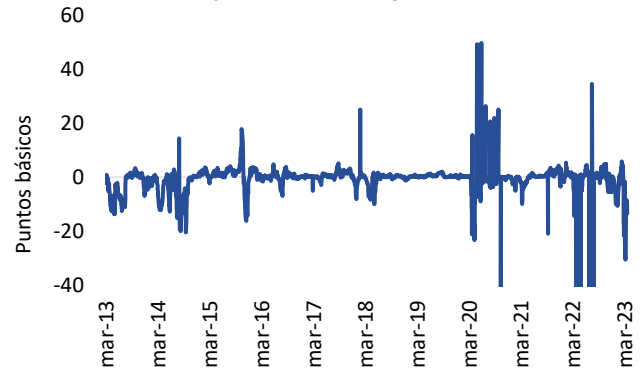
Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

### Saldo de disponibilidad de DTN en BanRep



Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

### Brecha IBR EA y tasa BanRep



Fuente: BanRep. Cálculos: Corficolombiana

**Cartera de créditos del sistema financiero (Billones de pesos)**

Fecha	Total*		Moneda legal		Moneda extranjera	
	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual
<b>hace dos años</b>	510	1,90%	493,9	3,28%	15,7	-28,23%
<b>hace un año</b>	573,8	12,61%	556,8	12,74%	17,0	8,50%
<b>cierre 2022</b>	653,3	16,78%	631,3	16,89%	22,0	13,60%
<b>hace un mes</b>	654,0	15,47%	632,3	15,38%	21,7	18,26%
<b>10-mar.-23</b>	<b>655,1</b>	<b>14,18%</b>	<b>632,9</b>	<b>13,68%</b>	<b>22,2</b>	<b>30,40%</b>

Fuente: Banco de la República

\* Ajustada por titularizaciones de cartera hipotecaria

**Cartera de créditos del sistema financiero (Billones de pesos)**

Fecha	Comercial		Consumo		Hipotecaria	
	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual
<b>hace dos años</b>	258,8	1,84%	160,6	0,29%	76,7	5,75%
<b>hace un año</b>	284,8	10,07%	187,1	16,47%	87,1	13,52%
<b>cierre 2022</b>	325,6	16,71%	213,4	18,35%	97,5	14,04%
<b>hace un mes</b>	327,2	16,04%	212,7	15,86%	97,3	12,95%
<b>10-mar.-23</b>	<b>328,2</b>	<b>15,23%</b>	<b>212,3</b>	<b>13,48%</b>	<b>97,7</b>	<b>12,18%</b>

Fuente: Banco de la República

\* Ajustada por titularizaciones de cartera hipotecaria

**Créditos comerciales del sistema financiero (Billones de pesos)**

Fecha	Total		Moneda legal		Moneda extranjera	
	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual	Saldo	Var. Anual
<b>hace dos años</b>	258,8	1,84%	243,5	4,54%	15,2	-27,92%
<b>hace un año</b>	284,8	10,07%	268,4	10,23%	16,4	7,40%
<b>cierre 2022</b>	325,6	16,71%	304,5	16,93%	21,1	13,51%
<b>hace un mes</b>	327,2	16,04%	306,4	15,89%	20,8	18,39%
<b>10-mar.-23</b>	<b>328,2</b>	<b>15,23%</b>	<b>306,8</b>	<b>14,28%</b>	<b>21,4</b>	<b>30,80%</b>

Fuente: Banco de la República

## Contexto externo y mercado cambiario

**Diego Alejandro Gómez**  
 Analista de Investigaciones  
[diego.gomez@corficolombiana.com](mailto:diego.gomez@corficolombiana.com)

- El peso colombiano se apreció frente al dólar y la tasa de cambio USDCOP cerró la semana por debajo de los \$4.800.
- Fed aumentó tasa de política en 25 pbs para llevarla al rango entre 4,75% a 5,00%. Las recientes dificultades en el sistema bancario moderaron la postura *hawkish* del banco.
- El precio de la acción del Deutsche Bank, así como los CDS a 5 años de su deuda, se deterioraron al cierre de la semana en medio de un contexto adverso para el sistema bancario europeo.

## Decisión de política monetaria en EEUU: Las dificultades recientes del sistema bancario moderaron postura *hawkish* de la Fed

En línea con las expectativas del mercado, la Fed decidió aumentar el rango objetivo de los fondos federales (Federal Funds Rate) en 25 pbs, al rango entre 4,75% a 5,00%. Antes de la reunión, el mercado de futuros estimaba un aumento de esta magnitud con una probabilidad del 88% (Ver *Decisión de la Fed y reacción de los mercados* en [Informe Flash – Marzo 25 de 2023](#)).

El discurso de Jerome Powell, presidente de la Fed, en la conferencia de prensa indicó que lo acontecido con el Silicon Valley Bank (SVB) evidencia los efectos adversos del endurecimiento monetario sobre el sistema financiero, pero no representa un riesgo sistémico. De esta manera, envió un mensaje sobre la capacidad de la Fed para disponer de las herramientas necesarias para combatir el avance de la inflación por medio de tasas de interés en niveles restrictivos y, al tiempo, mitigar los efectos colaterales que deriven del proceso de normalización monetaria a través de mecanismos de contingencia como la provisión de liquidez al sistema bancario evidenciada durante las últimas dos semanas.

Por otra parte, Powell anunció que el Comité tuvo en cuenta que los recientes acontecimientos en el sistema bancario pueden generar un endurecimiento en las condiciones crediticias y tener un efecto colateral sobre la inflación de proporciones similares a los incrementos de la tasa de interés. Así las cosas, no sería necesaria una postura monetaria tan agresiva como se pensaba antes de la quiebra del SVB, aunque la fortaleza evidenciada en los indicadores de inflación y mercado laboral no permitirían recortes en la tasa de interés durante 2023.

**Tabla 1. Acontecimientos importantes durante la última semana**

Fecha	País/Región	Información	Período	Observado	Esperado	Anterior
22-mar-23	Estados Unidos	Decisión de tipos de interés	Mar	4,75%-5,00%	4,75%-5,00%	4,5%-4,75%
22-mar-23	Reino Unido	IPC subyacente (m/m)	Feb	1,20%	0,8%	-0,9%
22-mar-23	Reino Unido	IPC subyacente (a/a)	Feb	6,20%	5,7%	5,8%
22-mar-23	Reino Unido	IPC (m/m)	Feb	1,10%	0,6%	-0,6%
22-mar-23	Reino Unido	IPC (a/a)	Feb	10,40%	9,9%	10,1%
23-mar-23	Reino Unido	Decisión de tipos de interés	Mar	4,25%	4,25%	4,00%
24-mar-23	Estados Unidos	PMI compuesto	Mar	53,3	47,5	50,1
24-mar-23	Eurozona	PMI compuesto	Mar	54,1	51,9	52,0

Fuente: Refinitiv Eikon y Econoday

**Informe realizado por:** Macroeconomía y Mercados

27 de marzo de 2023

## Continúan las dificultades en el sistema bancario europeo: Acciones y bonos del Deutsche Bank se deterioraron al cierre de la semana

Los temores sobre la estabilidad del sistema bancario europeo se han mantenido latentes en las últimas jornadas. Reflejo de ello ha sido la reciente desvalorización en las acciones del Deutsche Bank. En efecto, el precio de la acción cayó un 8,5% durante la sesión del viernes. Adicionalmente, la tasa de los CDS a 5 años de su emisión de deuda (un indicador que ayuda a medir la percepción de riesgo de impago) aumentó a su nivel más alto desde 2020.

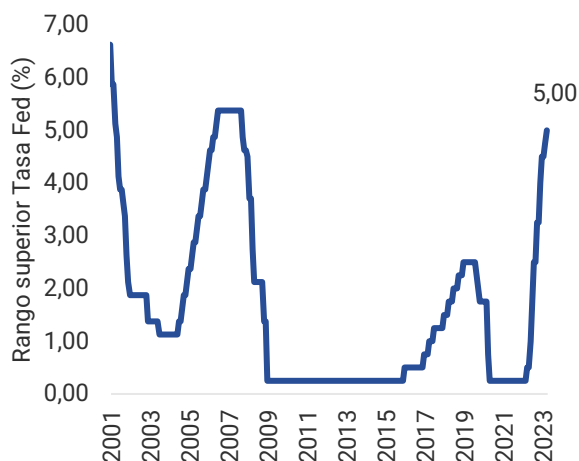
Aunque el único acontecimiento reciente con importancia sobre el manejo financiero de la entidad ha sido la decisión de redimir su bono subordinado de nivel 2 con vencimiento a 2028 -el cual se estaba negociando bajo la par-, lo cierto es que sus bonos AT1 -aquellos que pueden ser convertibles en acciones en situaciones de insolvencia- se han desvalorizado a tasas superiores al 16%. La decisión de que los bonos AT1 del Credit Suisse no tengan ninguna compensación en el marco de la fusión con UBS (Ver sección de Contexto externo y mercado cambiario en [Informe semanal – Marzo 21 de 2023](#)) puede estar contribuyendo a que la deuda equivalente emitida por otros bancos comience a desvalorizarse.

Con todo, los recientes acontecimientos en torno al sistema bancario europeo han contenido la perspectiva de una política monetaria *hawkish* por parte del Banco Central Europeo (BCE). Así, en las últimas jornadas la probabilidad de que el BCE suba sus tasas de política en 25 pbs en la próxima reunión de mayo ha caído desde un nivel cercano al 100% hasta el 60%. En contraposición, el evento asociado a una pausa en la subida de tasas comienza a tomar fuerza en el sentimiento de los inversionistas.

## Tasa de cambio en Colombia: USDCOP se mantiene entre los \$4.700 y \$4.850 en medio de un contexto externo con alta aversión al riesgo

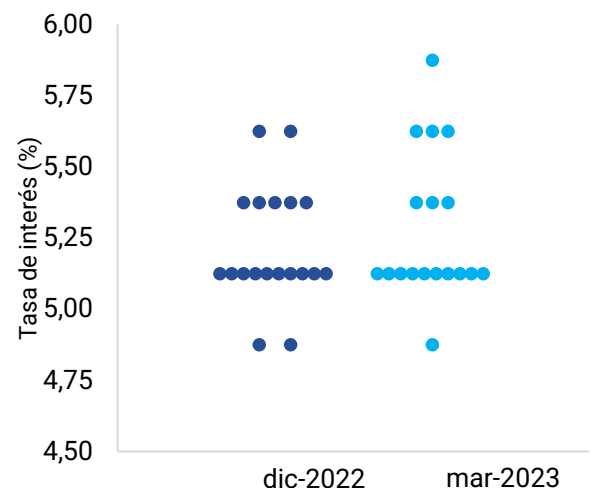
El tipo de cambio USDCOP retrocedió durante la semana pasada y cerró en 4.725 pesos por dólar. En efecto, el peso colombiano se apreció un 2,5% respecto al cierre del viernes anterior, lo que supone un retroceso semanal de 118 pesos.

Gráfico 1. Tasa política monetaria - Fed



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 2. Dot plot Fed – Cierre 2023



Fuente: Fed. Cálculos Corficolombiana.

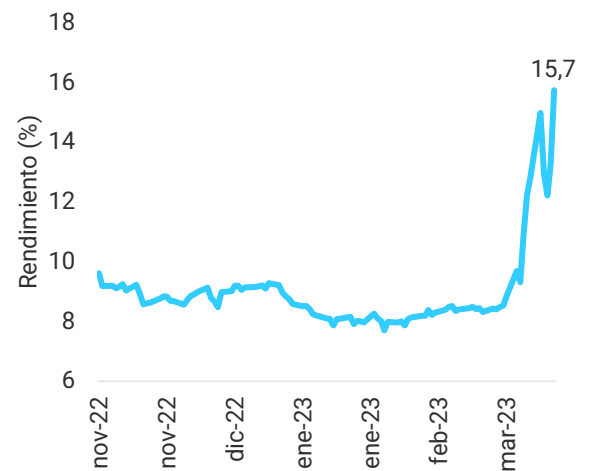
27 de marzo de 2023

El USDCOP corrigió levemente la tendencia alcista presentada una semana atrás y volvió a ubicarse por debajo de los \$4.800. El comportamiento del tipo de cambio se da en una semana con alta volatilidad en los mercados internacionales tras la reunión de política monetaria de la Fed y los últimos acontecimientos relacionados con el Credit Suisse y el Deutsche Bank.

### Gráfico 3. Precio Acción –Deutsche Bank Gráfico 4. Bonos AT 1 – Deutsche Bank



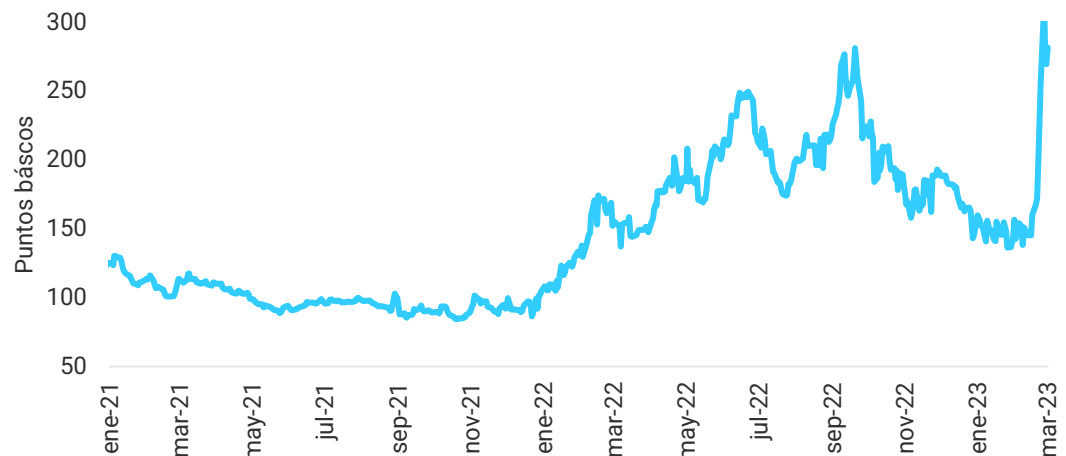
Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos Corficolombiana.



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos Corficolombiana.

En efecto, la fortaleza global del dólar se moderó a mediados de semana luego de que la lectura del mercado ante la reunión de la Fed sugiriera una postura monetaria menos restrictiva por parte del banco central. Sin embargo, al cierre de la semana, la desvalorización en las acciones y la deuda emitida por el Deutsche Bank, así como los efectos de la fusión del Credit Suisse con UBS, han vuelto a alimentar el apetito por activos refugio como el dólar. En suma, los recientes acontecimientos externos, junto al trámite de varias reformas económicas locales en materia pensional y laboral, han mantenido la cotización del USDCOP en un rango entre los \$4.700 y los \$4.850, reflejando la incertidumbre asociada al desarrollo de la política económica local e internacional.

### Gráfico 5. CDS a 5 años – Deutsche Bank



Fuente: Refinitiv Eikon. Cálculos Corficolombiana.

27 de marzo de 2023

Por otra parte, el retroceso del USDCOP se da en línea con un leve aumento en los precios del petróleo. En particular, el precio de la referencia Brent cerró el viernes en 74,9 dpb y el WTI en 69,2 dpb, lo que supone un avance del 2,7% y 3,7% en el precio de ambas referencias respectivamente.

Finalmente, durante la semana pasada se negociaron USD 4.803 millones en la sesión *spot*, lo que significó un promedio diario de negociación de USD 1.201 millones. El valor máximo alcanzado durante la semana fue de \$4.815 por dólar y se registró el martes. El valor mínimo por su parte fue de \$4.720 y se alcanzó en la sesión del viernes.

### Principales indicadores financieros de la semana

Principales indicadores	País	Cierre	Variación		
			Semanal	12 meses	Año corrido
TRM	Colombia	4741,76	-1,71%	22,15%	-1,42%
Dólar Interbancario	Colombia	4725,10	-2,45%	24,77%	-2,58%
USDBRL	Brasil	5,25	-0,52%	8,70%	-0,76%
USDCLP	Chile	810,22	-2,01%	2,35%	-4,43%
USDPEN	Perú	3,76	-0,60%	-0,20%	-1,18%
USDMXN	México	18,43	-2,63%	-8,86%	-5,37%
USDJPY	Japón	130,72	-0,80%	7,90%	-0,30%
EURUSD	Europa	1,08	0,82%	-2,23%	0,53%
GBPUSD	Gran Bretaña	1,22	0,39%	-7,37%	1,10%
DXY - Dollar Index		103,12	-0,57%	4,38%	7,17%

Fuente: Refinitiv Eikon

## Cifras al cierre de la semana

### Tasas de referencia

Tasa	Último	Una semana atrás	Variación semanal (pbs)	Un mes atrás	Cierre 2021	Un año atrás
DTF E.A. (22 jul- 29 jul)	13,20%	13,49%	-29,0	14,34%	3,08%	5,12%
DTF T.A. (22 jul-29 jul)	12,21%	12,46%	-24,8	13,18%	3,15%	4,96%
IBR E.A. overnight	12,64%	12,65%	-0,6	12,79%	2,99%	4,00%
IBR E.A. a un mes	12,99%	12,92%	7,3	12,75%	3,05%	5,10%
TES - Julio 2024	10,42%	10,50%	-8,0	11,74%	6,83%	9,05%
Tesoros 10 años	3,37%	3,44%	-7,0	3,95%	1,51%	2,37%
Global Brasil 2025	4,74%	5,11%	-36,5	5,21%	1,69%	3,02%
LIBOR 3 meses	5,08%	4,96%	11,7	4,92%	0,21%	1,01%

Fuente: BanRep, Superfinanciera, Refinitiv Eikon

### Evolución del portafolio

Indicador	Último	Variación semanal	Variación último mes	Variación año corrido	Variación 12 meses
Deuda Pública – IDP Corficolombiana	45009,00	0,02%	0,07%	1,01%	0,82%
COLCAP	1106,24	-0,37%	-7,67%	-21,60%	-30,31%
COLEQTY	763,90	-0,63%	-4,43%	-22,95%	-30,62%
Cambiarío – TRM	4755,12	-2,29%	-3,33%	18,18%	26,58%
Acciones EEUU - Dow Jones	32038,22	-0,56%	-3,29%	-11,98%	-7,69%

Fuente: BanRep, Superfinanciera, Refinitiv Eikon, BVC, Corficolombiana

## Calendario económico

### Estados Unidos

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
28-mar-23	Balanza comercial de bienes	Feb	-91,00 MM	-91,09 MM
28-mar-23	Confianza del consumidor de The Conference Board	Mar	101	102,9
30-mar-23	PIB final (t/t)	Q4	2,7%	2,7%
31-mar-23	Índice de precios PCE subyacente (m/m)	Feb	0,40%	0,6%
31-mar-23	Índice de precios PCE subyacente (a/a)	Feb	4,30%	4,7%
31-mar-23	Índice de precios PCE (m/m)	Feb	0,3%	0,6%
31-mar-23	Índice de precios PCE (a/a)	Feb	-	5,4%
31-mar-23	Confianza del consumidor de la Universidad de Michigan	Mar	-	63,4

Fuente: Refinitiv Eikon

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

### Eurozona

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
30-mar-23	Confianza de empresas y consumidores	Mar	101	99,7
31-mar-23	IPC (m/m)	Mar	-	0,8%
31-mar-23	IPC (a/a)	Mar	7,4%	8,5%
31-mar-23	Tasa de desempleo	Feb	6,7%	6,7%

Fuente: Refinitiv Eikon

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

### Reino Unido

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
31-mar-23	PIB revisado (t/t)	4T22	-0,2%	-0,2%
31-mar-23	PIB revisado (a/a)	4T22	2,4%	0,4%

Fuente: Refinitiv Eikon

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

### Colombia

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
30-mar-23	Decisión de tipos de interés	Mar	13,00%	12,75%

Fuente: Refinitiv Eikon

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

## Argentina

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
29-mar-23	Actividad económica (a/a)	Ene	1,0%	-1,20%
31-mar-23	Decisión de tipos de interés	Mar	-	78,0%

Fuente: Refinitiv Eikon

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

## Brasil

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
29-mar-23	IPP (m/m)	Feb	-	0,29%
30-mar-23	Producción industrial (m/m)	Ene	-	-0,1%
30-mar-23	Producción industrial (a/a)	Ene	-1,1%	-1,3%
31-mar-23	Tasa de desempleo	Feb	-	8,4%

Fuente: Refinitiv Eikon

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

## México

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
27-mar-23	Balanza comercial (USD)	Feb	-	0,032 MM
30-mar-23	Decisión de tipos de interés	Mar	10,75%	11,00%
31-mar-23	Tasa de desempleo	Feb	-	2,9%

Fuente: Refinitiv Eikon

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

## Chile

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
29-mar-23	Tasa de desempleo	Feb	8,0%	8,0%

Fuente: Refinitiv Eikon

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

## Alemania

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
29-mar-23	Confianza del consumidor Gfk	Abr	-29	-30,5
30-mar-23	IPC (m/m)	Mar	0,7%	0,8%
30-mar-23	IPC (a/a)	Mar	7,5%	8,7%
30-mar-23	IPC subyacente (m/m)	Mar	1,0%	1,0%
30-mar-23	IPC subyacente (a/a)	Mar	8,0%	9,3%
31-mar-23	Ventas minoristas (m/m)	Feb	0,5%	-0,3%
31-mar-23	Ventas minoristas (a/a)	Feb	-6,1%	-6,9%

Fuente: Refinitiv Eikon

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

## Francia

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
29-mar-23	Confianza del consumidor	Mar	-	82
31-mar-23	IPC (m/m)	Mar	0,7%	1,0%
31-mar-23	IPC (a/a)	Mar	6,1%	6,3%
31-mar-23	IPP (m/m)	Feb	-	2,7%
31-mar-23	IPP (a/a)	Feb	-	17,9%

Fuente: Refinitiv Eikon

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

## Japón

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
30-mar-23	Tasa de desempleo	Feb	2,5%	2,4%
30-mar-23	Producción industrial (m/m)	Feb	-2,6%	-5,3%
30-mar-23	Ventas minoristas (a/a)	Feb	4,0%	5,0%

Fuente: Refinitiv Eikon

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

## China

Fecha	Información	Período	Esperado	Anterior
30-mar-23	PMI del sector manufacturero	Mar	50,6	52,6
30-mar-23	PMI compuesto	Mar	-	56,4

Fuente: Refinitiv Eikon

P: preliminar; F: final; m/m: variación mensual; t/t: variación trimestral; a/a: variación anual

## Proyecciones económicas

	2019	2020	2021	2022p	2023p
<b>Actividad Económica</b>					
<b>Crecimiento real</b>					
PIB (%)	3,2	-7,0	11,0	7,5	1,0
Consumo Privado (%)	4,1	-5,0	14,8	9,5	1,4
Consumo Público (%)	5,3	-0,6	10,3	1,4	-0,2
Formación Bruta de Capital Fijo (%)	2,2	-23,3	11,2	11,8	0,8
Exportaciones (%)	3,1	-22,7	14,8	14,9	-2,9
Importaciones (%)	7,3	-20,5	28,7	23,9	-1,9
<b>Contribuciones (puntos porcentuales)</b>					
Consumo Privado (p.p.)	2,7	-3,4	10,3	6,9	1,0
Consumo Público (p.p.)	0,8	-0,1	1,7	0,2	0,0
Formación Bruta de Capital Fijo (p.p.)	0,5	-4,9	3,2	2,2	0,1
Exportaciones (p.p.)	0,5	-3,6	2,1	2,4	-0,6
Importaciones (p.p.)	-1,5	4,4	-5,5	-5,7	0,5
<b>Precios</b>					
Inflación, fin de año (%)	3,8	1,6	5,6	13,1	9,78
Inflación, promedio anual (%)	3,5	2,5	3,5	10,2	11,76
<b>Tasas de Interés</b>					
Tasa de interés de política monetaria, fin de año (%)	4,25	1,75	3,00	12,00	11,50
DTF E.A., fin de año (%)	4,52	1,93	3,08	12,97	11,85
TES TF 2 años	4,70	2,77	6,36	11,40	9,90
TES TF 10 años	6,41	5,75	8,38	13,10	11,40
<b>Finanzas Públicas</b>					
Balance fiscal total Gobierno Nacional Central (GNC) (% PIB)	-2,5	-7,8	-7,1	-4,7	-3,5
Balance fiscal primario GNC (% PIB)	0,7	-4,9	-3,7	-1,0	0,6
Deuda bruta GNC (% PIB)*	50,2	64,7	63,8	61,3	58,7
<b>Sector Externo</b>					
Tasa de cambio, fin de año (COP/USD)	3.277	3.433	4.070	4.850	4.590
Tasa de cambio, promedio anual (COP/USD)	3.282	3.693	3.752	4.253	4.662
Cuenta corriente de la balanza de pagos (% PIB)	-4,6	-3,4	-5,6	-5,9	-4,5
Inversión extranjera directa (% PIB)	4,3	2,7	3,1	5,1	3,9

## Equipo de investigaciones económicas

### Jose Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

[jose.lopez@corficolombiana.com](mailto:jose.lopez@corficolombiana.com)

### Macroeconomía y Mercados

---

#### Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext. 70231

[julio.romero@corficolombiana.com](mailto:julio.romero@corficolombiana.com)

#### Laura Daniela Parra

Analista de Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 70020

[laura.parra@corficolombiana.com](mailto:laura.parra@corficolombiana.com)

#### Diego Alejandro Gómez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

[diego.gomez@corficolombiana.com](mailto:diego.gomez@corficolombiana.com)

#### Maria Paula Gonzalez

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 69987

[paula.gonzalez@corficolombiana.com](mailto:paula.gonzalez@corficolombiana.com)

#### Laura Gabriela Bautista

Analista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

[gabriela.bautista@corficolombiana.com](mailto:gabriela.bautista@corficolombiana.com)

#### Juana Valentina Rodríguez

Practicante de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70906

[Juana.rodriguez@corficolombiana.com](mailto:Juana.rodriguez@corficolombiana.com)

#### Felipe Espitia

Especialista de Investigaciones

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

[felipe.espitia@corficolombiana.com](mailto:felipe.espitia@corficolombiana.com)

### Renta Variable

---

#### Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

[andres.duarte@corficolombiana.com](mailto:andres.duarte@corficolombiana.com)

### Finanzas Corporativas

---

#### Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 70019

[rafael.espana@corficolombiana.com](mailto:rafael.espana@corficolombiana.com)

#### Jaime Andres Cardenas

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

[Jaime.cardenas@corficolombiana.com](mailto:Jaime.cardenas@corficolombiana.com)

### Análisis Sectorial y Sostenibilidad

---

#### Maria Camila Orbezo

Directora de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70497

[maria.orbezo@corficolombiana.com](mailto:maria.orbezo@corficolombiana.com)

#### Jose Luis Mojica

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

[jose.mojica@corficolombiana.com](mailto:jose.mojica@corficolombiana.com)

#### Juan Camilo Pardo

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

[juan.pardo@corficolombiana.com](mailto:juan.pardo@corficolombiana.com)

**ADVERTENCIA**

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa"). Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores.

La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN PROFESIONAL PARA REALIZAR INVERSIONES EN LOS TÉRMINOS DEL ARTÍCULO 2.40.1.1.2 DEL DECRETO 2555 DE 2010 O LAS NORMAS QUE LO MODIFIQUEN, SUSTITUYAN O COMPLEMENTEN, U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción.

Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

**Certificación del analista**

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

**Información de interés**

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto, algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana. Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.