

# **INFORME ANUAL MERCADO DE CAPITALES**



**Dirección de Investigaciones Económicas  
y Estrategias del Grupo Bancolombia**

## CONTENIDO

<u>Capítulo 1.</u>	<u>Emergentes, en la Ruta del Desarrollo del Mercado de Capitales</u>	<u>3</u>
<u>Capítulo 2</u>	<u>El mercado de capitales local como fuente de fondeo potencial para la banca y las empresas</u>	<u>7</u>
<u>Capítulo 3.</u>	<u>Entorno fundamental local favorecerá las posiciones en TES en 2012</u>	<u>16</u>

Andrés Ortiz Iregui  
[androrti@bancolombia.com.co](mailto:androrti@bancolombia.com.co)

María Valentina Ramírez Montoya  
[mvrarire@bancolombia.com.co](mailto:mvrarire@bancolombia.com.co)

Lucas Toro Duque  
[luctoro@bancolombia.com.co](mailto:luctoro@bancolombia.com.co)

## Capítulo 1. Emergentes en la Ruta del Desarrollo del Mercado de Capitales

Sin duda alguna los mercados emergentes han logrado avanzar de manera significativa en el desarrollo de sus mercados de capitales, especialmente durante los últimos años. Este capítulo revisa las lecciones aprendidas durante las crisis de mercados emergentes y cómo esto ha impactado en su desarrollo económico. Por otra parte, analiza los logros y retos que estos países enfrentan para lograr una consolidación de sus mercados de capitales.

### Etapas, consecuencias y costos de las crisis de mercados de capitales emergentes

- Problemas de regulación macro prudencial, rigideces en el régimen cambiario, desequilibrio fiscal y externo, “efecto manada” o de contagio, entre otros, fueron factores característicos en las crisis financieras de los países emergentes en el pasado.
- Tras estos accidentes macroeconómicos y sus efectos negativos sobre los países se desató una década de reformas que han pagado sus frutos en la actual coyuntura internacional. La última crisis financiera se convirtió en una prueba de fuego para las economías emergentes, cuando por primera vez pudieron adoptar políticas contra-cíclicas, tanto fiscales como monetarias.
- Estas economías brillaron por una menor volatilidad en sus tasas de crecimiento y a una menor exposición a los factores determinantes de la crisis, a pesar de su grado de asociación con las economías desarrolladas.
- En la medida en que la inflación a nivel regional descendió y hubo mayor estabilidad económica, los inversionistas locales han estado dispuestos a tomar mayores riesgos frente a las tasas de interés.
- Esto ha permitido el desarrollo y la extensión de las curvas de deuda pública interna. Adicionalmente, el desarrollo del mercado de valores en moneda local se ha dado de la mano del crecimiento del ahorro interno. Es así que el promedio del ahorro nacional en países emergentes aumentó de 25 por ciento a 34 por ciento del PIB en la última década.
- El desafío regional en los próximos años continuará siendo el cómo preservar la estabilidad económica, dado el contexto de alto dinamismo económico, que ha venido acompañado de mayores flujos de capitales internacionales buscando retornos más altos que en los países desarrollados.
- El desarrollo de los mercados de capitales en los países emergentes es un paso importante en la consolidación de la hegemonía a nivel global. Por ahora la profundidad y tamaño de los mercados de capitales en los países desarrollados excede el de los emergentes, lo que se convierte en una oportunidad, pero a su vez en un reto a futuro.

**Los países en desarrollo han sido los que han registrado los mayores crecimientos en cuanto a activos financieros per cápita**

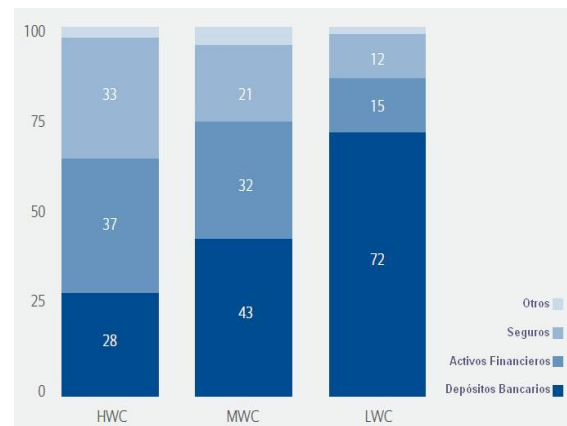
- A pesar de las profundas diferencias existentes entre los países con mayores niveles de riqueza y los de menos, las economías emergentes se han destacado por obtener los más altos crecimientos en cuanto a activos financieros y a riqueza per cápita desde la última crisis

**Gráfico 1. Crecimiento promedio de los activos financieros per cápita por región (%)**



Fuente. Informe "Global Wealth Report 2011- Allianz".

**Gráfico 2. Clases de activos como % del total de los activos financieros 2010**



Fuente. Informe "Global Wealth Report 2011- Allianz".

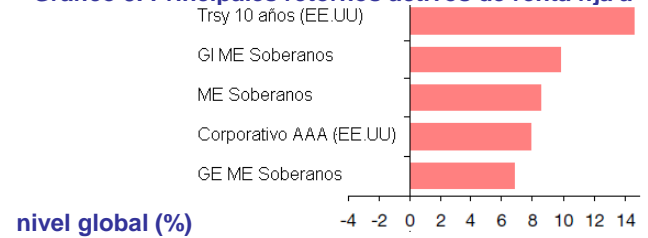
HWC: Países con altos niveles de riqueza. MWC: Países con un nivel de riqueza media. LWC: Países con bajos niveles de riqueza

- Según el IIF (Instituto de Finanzas Internacionales), la profundización financiera en mercados emergentes aún está en una etapa inicial, pero ha venido avanzando a una tasa relativamente acelerada.
- La participación de los activos financieros sobre el PIB de las economías emergentes pasó del 138% hasta el 218% entre 2001 y 2007. Aun así, los flujos de capital privado a mercados emergentes -que alcanzan alrededor de USD1 billón al año- son todavía pequeños (2% del PIB global).
- El FMI reseña que los inversionistas que invierten a largo plazo con recursos propios se han vuelto más conscientes de los riesgos y ahora prefieren invertir en lugares con buenas perspectivas de crecimiento, indicadores macroeconómicos sólidos, y estabilidad política, más que en invertir basados en el diferencial de tasas.

Tabla 1. Activos financieros

	PIB mundial (USD 62 billones)	Activos Financieros Globales (USD 250 billones)
Avanzados	51%	84%
Emergentes	49%	16%

Gráfico 3. Principales retornos activos de renta fija a



Fuente. IIF – Capital Markets Monitor Nov. 2011  
GI. Grado de Inversión. GE. Grado de Especulación. ME. Mercados Emergentes

- El buen comportamiento de estas economías ha generado que las emisiones corporativas en los mercados emergentes registren un importante crecimiento en los últimos años, al pasar de cerca de USD300.000 millones en 2007 a casi USD500.000 millones al cierre de 2011, según datos del IIF.
- Esto muestra que las emisiones corporativas cada vez más representan un mayor porcentaje en el total de emisiones de estas economías, al haber pasado del 65% del total en 2007 a casi el 75% en 2011.

### ¿Cuáles son los retos de los mercados de capitales en los Mercados Emergentes?

Sin duda alguna, y como se ha demostrado en los apartados anteriores, los mercados emergentes han logrado avanzar de manera significativa en el desarrollo de sus mercados de capitales, especialmente durante los últimos años. Sin embargo, conviene revisar cuáles son los retos que estos enfrentan para lograr su consolidación. En otras palabras, ¿Qué se necesita para que los ME logren cerrar esa brecha según la cual, aunque pesan cerca de la mitad del PIB mundial, poseen menos del 16% de los activos financieros del mundo?

Múltiples estudios al respecto señalan la importancia de una sana infraestructura de mercado potenciada por un ambiente de transparencia y unas buenas prácticas de gobierno corporativo. El mercado de capitales, por definición, se encarga de canalizar los excedentes de liquidez de algunos inversionistas o ahorradores hacia aquellas instituciones que buscan financiarse fuera del mercado intermediado<sup>1</sup>, pero, estos excedentes no serán invertidos en el mercado local si el inversionista (local o extranjero) no percibe las garantías adecuadas para ello.

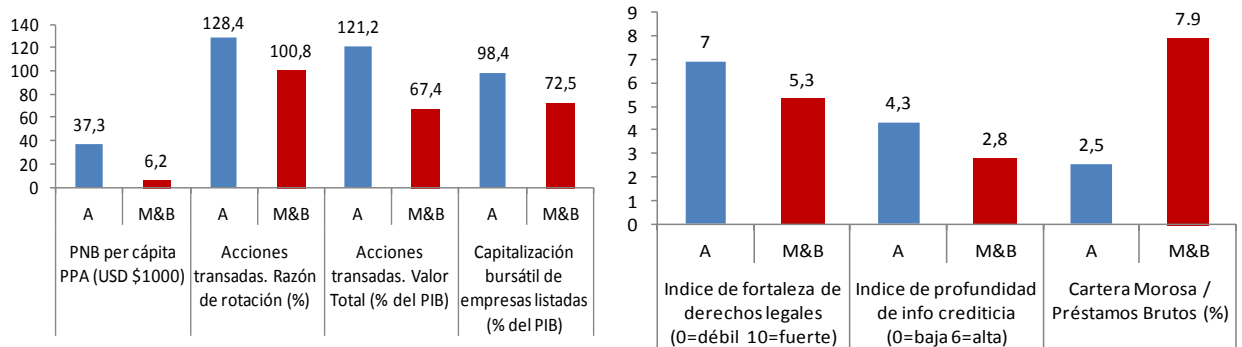
Conviene pues revisar el asunto paso por paso. Un primer aspecto relevante es precisamente el hablar de excesos de liquidez de inversionistas o ahorradores. Según cifras del Banco Mundial, en 2010, el producto nacional bruto per cápita de los países de ingresos altos (HWC) fue más de 6 veces el de los países cuyos ingresos son medios y bajos. De esta manera, es apenas natural que los volúmenes de negociación en los países desarrollados sean superiores. De hecho —tomando como ejemplo el mercado de renta variable— según cifras del Banco Mundial, la razón de rotación<sup>2</sup> de las acciones transadas en los países de ingresos altos es superior al de países con ingresos medios y bajos; así mismo, el valor de las acciones transadas y la capitalización bursátil como porcentaje del PIB son hoy en día superiores en los mercados desarrollados, pero cabe destacar que en la mayoría de los casos la brecha entre ambos grupos de países, se ha cerrado a partir de la reciente crisis financiera.

<sup>1</sup> El mercado intermediado es aquel en el cual los ahorradores y prestamistas transfieren recursos a través de los bancos, que actúan como intermediarios. Por contraste, el mercado no intermediado (mercado de capitales) es aquel en el cual los ahorradores o inversionistas negocian directamente con la institución o entidad en busca de financiación, en ocasiones a través de un *broker*.

<sup>2</sup> La razón de rotación (*turnover ratio*) es una medida de profundidad del mercado bursátil y una dimensión de la liquidez del mercado. El Banco Mundial lo calcula como el valor total de las acciones transadas durante un periodo dividido por el promedio de capitalización bursátil del mismo periodo.

Es así como un primer paso para lograr ampliar el tamaño de los mercados de capitales en los ME es lograr una ampliación de la clase media alta, así como consolidación de empresas e instituciones que no sólo tengan recursos suficientes para subsistir, sino también excedentes de capital que luego puedan ahorrar e invertir. Así mismo, es importante que las empresas fomenten buenas prácticas de gobierno corporativo y que, a través de un adecuado manejo de sus finanzas, busquen acceder al mercado de capitales para obtener financiación a menores tasas.

**Gráfico 4. Indicadores financieros países de Ingresos Altos vs. países Ingresos Medios y Bajos**



Fuente. Grupo Bancolombia. Banco Mundial.

**Nota.** Los indicadores de la izquierda son datos a 2010, los de la derecha son indicadores a 2011, excepto cartera morosa que se toma el promedio de la década de ambos grupos por restricción en la disponibilidad de datos.

Habiendo dicho lo anterior, es claro que un mercado de capitales profundo y desarrollado no depende exclusivamente de los mercados locales. Es consecuencia de un mundo globalizado en el que un inversionista en cualquier parte del mundo puede invertir hasta en la región más lejana, si percibe los incentivos para ello.

Por esta razón, el reto de los mercados emergentes es garantizar que sus sistemas legales funcionen correctamente, que la información esté disponible de manera transparente y oportuna, y que, además de una estabilidad macroeconómica que goce de buena reputación, existan buenas prácticas de gobierno corporativo. De esta manera no sólo se atraerá inversión extranjera, sino que además se evitará la fuga de capitales locales, fomentando el tamaño, liquidez y profundidad del mercado interno.

En este terreno, existe todavía un camino importante y bastante retador por recorrer. Tal como se observa en el lado derecho del gráfico 4, el índice de fortaleza en los derechos legales de los países con ingresos altos es considerablemente superior al del otro grupo de países. Este índice mide el grado en el que los colaterales y las leyes de bancarrota protegen los derechos de los prestamistas y acreedores.

Un siguiente aspecto tiene que ver con la disponibilidad, transparencia y oportunidad de la información. Una aproximación a la diferencia de este indicador entre los mercados desarrollados y los emergentes puede evidenciarse a través del índice de profundidad de la información crediticia. Aunque éste hace referencia al mercado intermediado, es una medida del alcance, la accesibilidad y la calidad de la información crediticia, y muestra cómo estos son mucho mayores en los países de ingresos altos.

No sólo el asunto legal y el de una información más transparente son relevantes. Es pertinente mencionar así mismo el nivel medio de educación financiera, en cuanto un desconocimiento de los instrumentos financieros puede llevar a una mala administración de los mismos, como de hecho sucedió en EE.UU. recientemente.

Por ejemplo, como lo expresan Litan *et al* 2003, mientras la existencia de instrumentos indexados y derivados puede ayudar a extender la duración y profundizar la liquidez en el mercado de renta fija, estas innovaciones financieras requieren un monitoreo cuidadoso, para prevenir posiciones con apalancamientos excesivos y desequilibrios no deseados entre la duración de los activos y la de los pasivos.

Un aspecto adicional que determinará el volumen de entrada de capital extranjero tiene que ver con la regulación y el grado de intervención del Estado en los mercados financieros; es decir, si en un determinado país se suelen poner reglas que restringen la entrada de capitales extranjeros y/o aplicar medidas de protección a los jugadores locales. La mayoría de estudios sobre los mercados de capitales en mercados emergentes recomiendan abstenerse de aplicar este tipo de medidas, en cuanto distorsionan el libre desarrollo del mercado y desincentivan la entrada de jugadores extranjeros que, en condiciones normales, aportarían liquidez y darían mayor profundidad del mercado.

Sin embargo, la existencia de regulaciones de este tipo, tanto como regulaciones internas, ha adquirido relevancia como medidas macro y micro prudenciales que eviten burbujas y caídas agresivas en los mercados financieros, que pueden desatar crisis como la que el mundo observó hace apenas unos años.

### Conclusión

Los mercados emergentes han logrado avanzar de manera importante en el desarrollo de sus mercados de capitales. Una de las pruebas más contundentes de ello es que han logrado que el volumen de emisión de deuda interna hoy exceda el volumen de deuda en moneda extranjera. Sin embargo, para cerrar la brecha que existe entre el desarrollo del mercado de capitales de los mercados emergentes y los desarrollados es preciso que los primeros se esfuercen por mejorar su infraestructura de mercado; es decir, que se esfuercen por ampliar la base inversionista a través de una mayor transparencia, legalidad de sus mercados, y a través de políticas macroeconómicas estables y adecuadas, combinadas con buenas prácticas de gobierno corporativo.

## Capítulo 2. El mercado de capitales local como fuente de fondeo potencial para la banca y las empresas

Paula Andrea Oliveros S  
[polivero@bancolombia.com.co](mailto:polivero@bancolombia.com.co)

Los menores requerimientos de financiamiento interno de la Nación en 2012 se traducirán en menor sustracción de liquidez del sistema; lo que puede propiciar espacio para las emisiones de deuda corporativa, en especial del sector real. De otro lado, contar con una alta demanda potencial hacia las mencionadas emisiones por parte de las AFP y los Bancos permitirían un favorable fondeo de las empresas y de la Banca, lo que reitera importancia ante un escenario de posible deterioro financiero internacional o al menos de encarecimiento del costo de crédito.

### El comportamiento de la liquidez en 2012 será un factor determinante en el desempeño de la deuda pública y por ende, en el costo del crédito.

En los años anteriores las redenciones de la deuda pública local (incluyendo los TCO) alcanzaron altos montos (más de \$35 billones), y de esta manera se otorgó liquidez transitoria al mercado (ver. Gráfico 1)

Vale la pena detenerse a analizar el siguiente asunto: ¿cómo será la liquidez en 2012 vía el sector público? Lo anterior, ya que por una parte, por concepto de pago de redenciones y cupones de TES, el ingreso de liquidez en 2012 será inferior al de los años anteriores, así como también el próximo año la sustracción de liquidez del Gobierno será casi nula.

En materia de fuentes y usos el MHCP anunció el 20 de diciembre anterior que el financiamiento interno en 2012 se ubicará en \$24.7 billones, es decir, cerca de \$2.7 billones inferior a lo estimado en la presentación previa del MFMP para esta vigencia y cerca de \$4,3 billones inferior al financiamiento interno de 2011 (ver. Tabla 1).

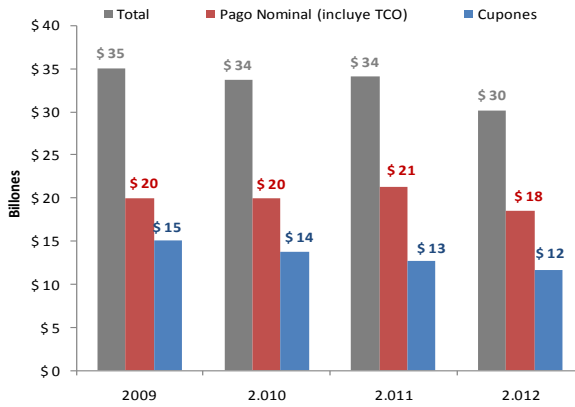
Tabla 1. Detalle Fuentes y Usos del GNC internos

Cifras en millones de USD	2006	2007	2008	2009	2010	2011 py	2011 Cierre Preliminar	2012 py	2012 20-dic-2011
<b>Fuentes Internas</b>	<b>22.524</b>	<b>18.000</b>	<b>23.948</b>	<b>25.851</b>	<b>27.704</b>	<b>28.014</b>	<b>29.125</b>	<b>27.514</b>	<b>24.774</b>
<b>TES</b>	<b>23.396</b>	<b>19.141</b>	<b>23.926</b>	<b>25.832</b>	<b>27.688</b>	<b>28.000</b>	<b>29.101</b>	<b>27.500</b>	<b>24.760</b>
Convenidas	8.355	7.306	3.759	3.025	4.432	6.000	4.128	4.000	3.000
Subastas	8.606	6.529	11.516	10.896	15.000	18.000	17.675	20.000	18.360
Forzosas	5.915	5.273	8.372	11.904	8.192	4.000	7.298	3.500	3.400
Sentencias	520	33	279	7	64	0	0	0	0
Otros	(872)	(1.141)	22	19	16	14	24	14	14
<b>Usos Internas</b>	<b>15.520</b>	<b>17.115</b>	<b>3.662</b>	<b>23.299</b>	<b>23.601</b>	<b>25.774</b>	<b>26.199</b>	<b>29.201</b>	<b>28.059</b>
Amortizaciones Internas	15.520	17.115	3.662	12.562	13.040	13.839	13.997	15.445	14.056
Intereses Internos				10.737	10.561	11.935	12.202	13.756	14.003
<b>Neto</b>	<b>7.004</b>	<b>885</b>	<b>20.286</b>	<b>2.552</b>	<b>4.103</b>	<b>2.240</b>	<b>2.926</b>	<b>(1.687)</b>	<b>(3.285)</b>

Fuente. Grupo Bancolombia con datos del MHCP al 20 de diciembre de 2011

En 2011 las nuevas emisiones menos las redenciones le restaron liquidez al mercado por \$3 billones; el próximo año dicha absorción de liquidez sería nula. (Ver tabla 2). En 2012 no sólo se daría una menor oferta de TES (reducción de liquidez), sino también menor ingreso de liquidez por concepto de pagos y redenciones. En síntesis, la liquidez del mercado se verá reducida por concepto de los flujos oficiales de financiamiento interno.

Gráfico 1. Perfil de Vencimiento de TES



Por concepto de redenciones (incluye TCO) en 2012 ingresarían al mercado aproximadamente \$18,4 billones, cerca de 13% menos que lo ingresado en 2011. Las referencias que vencen el próximo año corresponden a los TES TF Ene/12 (\$793 mm), Abr/12 (\$2.5 bill.) y Ago/12 (\$8.6 bill.). Así como también, los TES UVR Ene/12 (\$662 mm) y May/12 (\$1.6 bill.). El 46% de las redenciones se hará efectivo en el 3T12.

Fuente. Grupo Bancolombia con datos del MHCP al 09 de diciembre de 2011

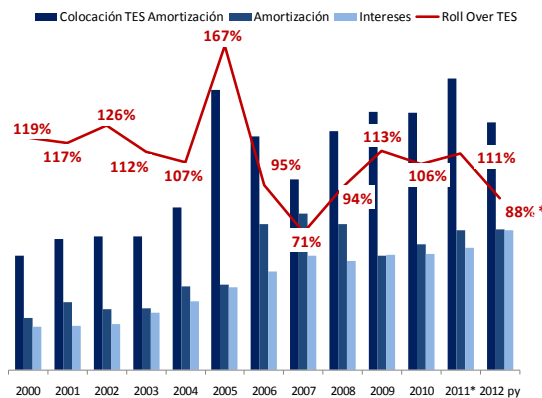
Tabla 2. Captaciones estimadas por trimestre (subastas + convenidas + forzosas) – perfil de vencimientos (redenciones sin TCO más pago de cupones)

Oferta Neta TES Clase B (no incluye TCO) (Perfil de Vencimientos - Captaciones)		
Cifras en	2011	2012
Billones de pesos		
Primer Trimestre	-\$ 3,8	-\$ 0,5
Segundo Trimestre	\$ 4,7	-\$ 4,4
Tercer Trimestre	-\$ 3,9	\$ 4,8
Cuarto Trimestre	\$ 0,0	\$ 0,4
<b>Acum Año</b>	<b>-\$ 3,0</b>	<b>\$ 0,4</b>

Al realizar el cálculo del estimado de colocaciones por parte del GNC (subastas de TES) en 2012, el trimestre de mayores captaciones (o sustracción de liquidez del sistema sería el 2T11, con el 39% del total del año. La oferta neta (captaciones menos colocaciones) será casi nula.

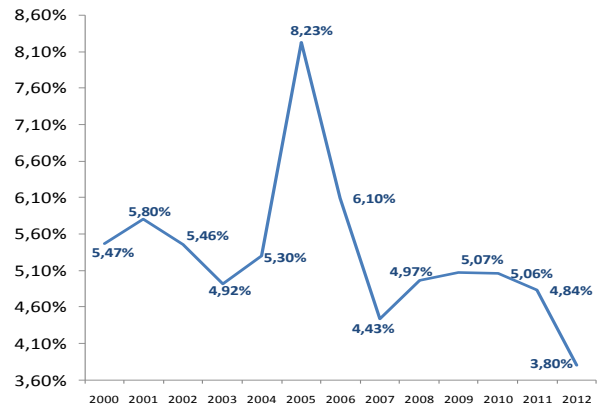
En 2012 el rollover de la deuda se ubicará en 88%, el menor desde 2007, cuando se ubicó en 71% (ver gráfico 2), así como también las necesidades de financiamiento interno del GNC serán de 3,80% del PIB, la menor proporción en la última década (ver gráfico 3).

Gráfico 2. Roll Over TES



Fuente. Grupo Bancolombia con datos del MHCP.

Gráfico 3. Necesidades de Financiamiento Interno del GNC como % PIB



Por otra parte, la deuda neta del sector Público no Financiero alcanzaría un nivel de 27,6% del PIB en 2012 y la del GNC, de 37,15% (ver gráfico 5). El Balance Fiscal del Sector Público Consolidado alcanzaría un déficit de 1,8% en 2012 frente a 2,9% en 2011 y 3,2% en 2010 (ver gráfico 4).

Gráfico 4. Balance Fiscal del GNC como % del PIB

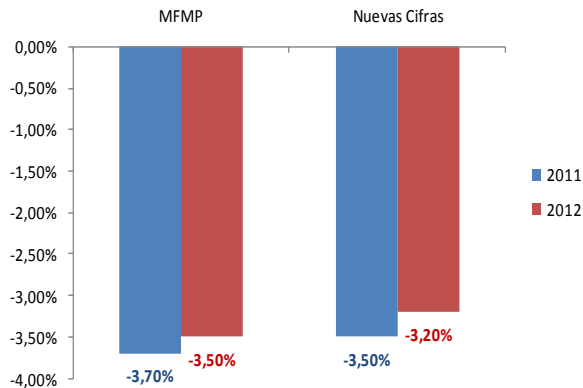
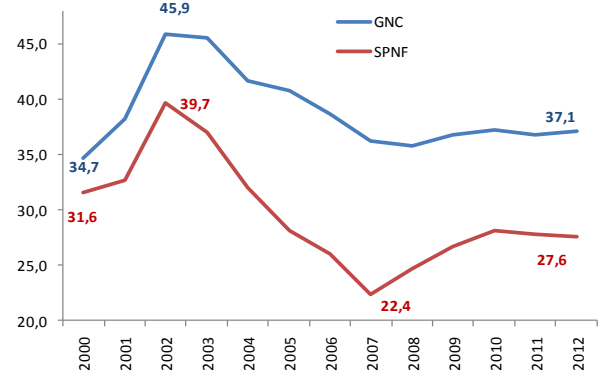


Gráfico 5. Deuda Pública del Gobierno Nacional Central (GNC) y Sector Público no Financiero (SPNF) (% del PIB)

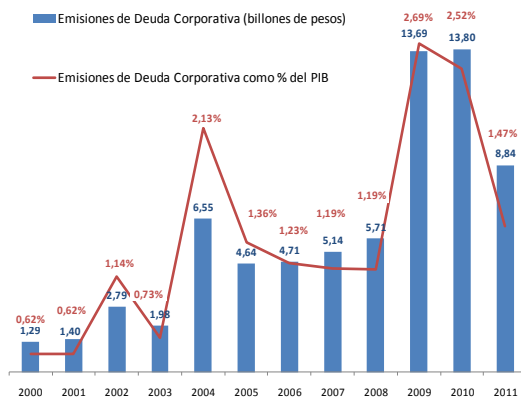


Fuente. Grupo Bancolombia con datos del MHCP.

Al análisis anterior vale la pena adicionarle los vencimientos de deuda corporativa, que en 2012 alcanzarían montos cercanos a los \$4,6 billones, ó 0.7% del PIB. Los ingresos de liquidez por concepto de vencimientos o nominales de los bonos corporativos serían solo un 7% superior al perfil de vencimientos de 2011. En conclusión, vía deuda corporativa tampoco habrá un suministro de liquidez mayor que el evidenciado en años anteriores.

### Menor oferta de TES, ¿Espacio para Deuda Corporativa Local?

Gráfico 6. Emisiones de Deuda Corporativa como % del PIB



\* Cifras en billones de pesos al 19 de diciembre de 2011. Fuente. Grupo Bancolombia con datos de la BVC

En este orden de ideas, los menores requerimientos de recursos para financiación de la Nación, es decir, menor oferta de papel - TES, se terminarán traduciendo en un mayor espacio que podría ser canalizado en otros títulos de inversión, activos como los bonos corporativos.

Es para señalar que las emisiones de deuda privada en 2011 corresponden sólo al 1,47% del PIB; incluso en las vigencias de mayores emisiones corporativas, dicha relación no superó el 2,78%.

Por su parte, el stock de TES a la fecha de esta edición es cercano al 24% del PIB.

### ¿Potencial de Emisión de Deuda Corporativa?

En 2011 se aprobaron cerca de \$10 billones de emisiones corporativas en títulos de renta fija, un 70% en bonos ordinarios (ver gráfico 7), lo que corresponde a cerca de un 47% del total de aprobaciones (ver gráfico 8). Es de resaltar que las emisiones en renta variable por \$11,47 billones han sido las mayores desde que se cuenta con los datos oficiales de la SFC. Adicional a lo anterior, en trámite ante la SFC se encuentran actualmente emisiones en renta fija cerca de \$4,7 billones\*.

Gráfico 7. Monto de Emisión Aprobado (Mercado principal y Automáticas vs. Monto Colocado)

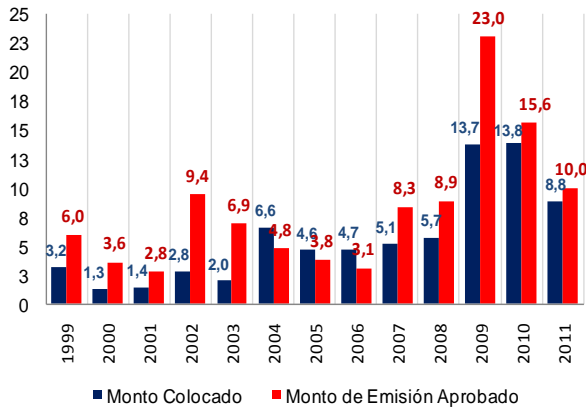
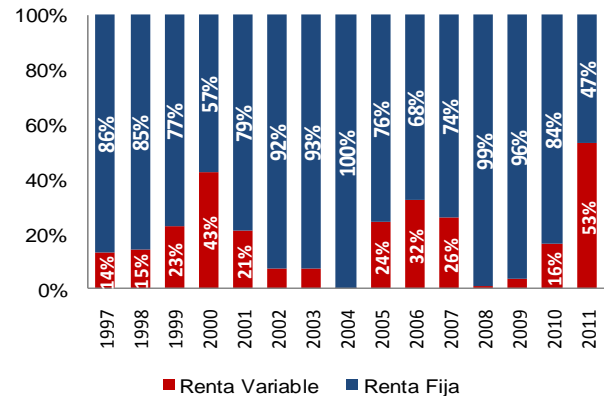
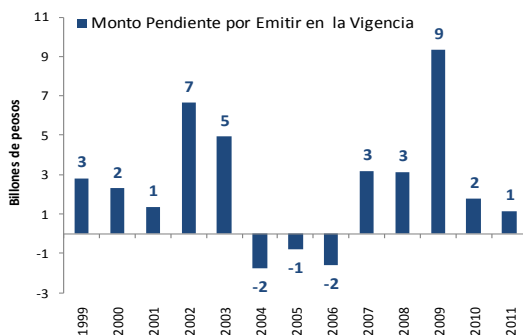


Gráfico 8. Aprobaciones por Tipo de Título



Fuente. Grupo Bancolombia con datos de la \*BVC al 19 de diciembre de 2011 y SFC al 25 de noviembre de 2011.

Gráfico 9. Monto pendiente por emitir de lo Aprobado en la vigencia



Desde 1999 en promedio el 30% del total aprobado en una vigencia queda pendiente por emisión

Tabla 3. Monto Pendiente por Emitir de cada vigencia (incluye emisiones automáticas)

Año de Aprobación	2007	2008	2009	2010	2011	TOTAL
Monto Aprobado menos Colocaciones	\$ 7	\$ 3	\$ 11	\$ 6	\$ 6	\$ 33
Financiero	\$ 4	\$ 2	\$ 7	\$ 4	\$ 5	\$ 21
Real	\$ 2	\$ 0	\$ 2	\$ 3	\$ 1	\$ 8
Público	\$ 1	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 1
Multilateral	\$ 0	\$ 2	\$ 2	\$ 0	\$ 0	\$ 3

Fuente. Grupo Bancolombia con datos de la SFC al 15 de noviembre de 2011

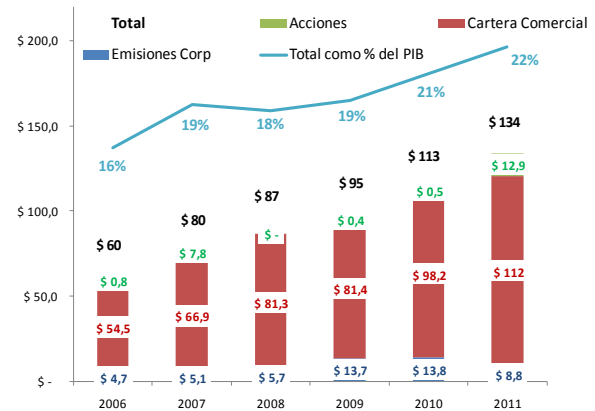
De emitirse los saldos de las aprobaciones de cada año la oferta de bonos corporativos podría alcanzar cerca de \$33 billones, \$8 billones el sector real y cerca de \$21 billones las entidades del Sector Financiero.

El monto aprobado para emisiones en renta fija fue inferior incluso al total de los programas de emisiones de acciones del año. En efecto, 2011 fue un año récord: \$12.926 billones (ver tabla 4). Es así como puede establecerse que parte importante del futuro capital que necesitarán las grandes compañías para el próximo año fue fondeado a través del mercado de renta variable local en lo corrido de 2011. Si a las emisiones de empresas se les adiciona la cartera comercial y las emisiones de bonos de deuda corporativa local, el fondeo de las empresas se ubica en \$134 billones ó 22% del PIB, superior al del año anterior (ver gráfico 10).

Tabla 4. Emisiones de Acciones en 2011

Fecha	Emisor	Monto (\$MM)	Sobredemanda
Abr-11	Grupo Aval	2.080.000	1,5
May-11	Avianca	500.000	5,9
Jul-11	Nutresa	522.500	17,6
Sep-11	Ecopetrol	2.378.488	1
Sep-11	Exito	2.502.528	1,7
Oct-11	EEB	772.227	1,3
Nov-11	Davivienda	715.099	0,9
Nov-11	Grupo Sura	3.455.886	0,9
<b>TOTAL</b>		<b>12.926.728</b>	<b>2</b>
<b>PROMEDIO</b>			<b>3,8</b>

Gráfico 10. Fondo de las Compañías como % del PIB



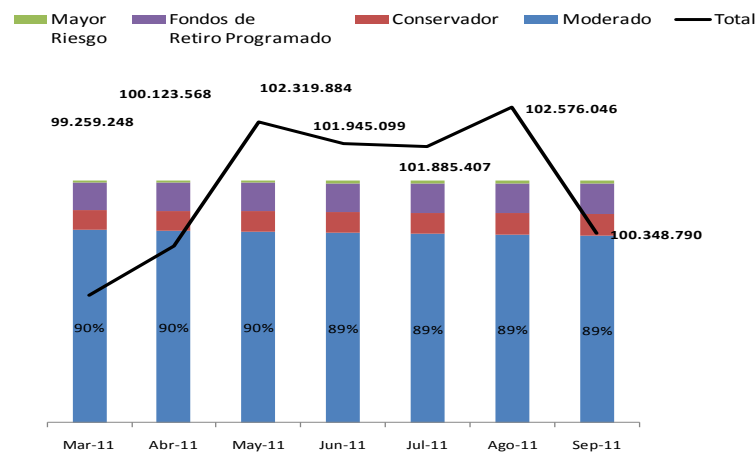
Fuente. Grupo Bancolombia con datos de la BVC al 19 de diciembre de 2011 y Cifras cartera comercial fuente SFC a octubre de 2011.

Puede afirmarse que hoy tanto el sector financiero como el sector real tendrían una fuente de fondeo a través de la emisión de bonos corporativos para resistir una eventual crisis de deterioro del contexto de financiamiento externo durante los próximos meses.

### ¿Apetito por renta fija corporativa?

Los AFP tienen portafolios por cerca de \$100 billones, es decir cerca del 17% del PIB. Dichos fondos han tenido un crecimiento anual promedio del 20%. En efecto, los mayores tenedores de TES, según cifras del MHCP al 30 de noviembre de 2011, son las entidades AFP, que actualmente son los propietarios de alrededor de 28% del stock de TES. Los bancos comerciales tienen el 20%, seguidos de la Fiducia Pública, que concentra el 13%, y las Entidades Públicas, el 12%.

Gráfico 11. Evolución Fondos admon por las AFP – Esquema Multifondos



Fuente. Grupo Bancolombia con datos de la SFC al 30 de noviembre de 2011

Los portafolios de los AFP en deuda pública concentran cerca del 44% de sus recursos, y en TES, alrededor de un 40%.

**Tabla 5. Portafolio en Deuda Pública Fondos de Pensiones**

Cifras a 30 de septiembre de 2011 millones de pesos	Portafolio en Deuda Pública			
	Posición en Títulos de Deuda Pública	Como % del total del portafolio	Posición en TES	Como % del total del portafolio
Moderado	\$ 37.906.831	43%	\$ 35.025.457	39%
Conservador	\$ 2.819.965	61%	\$ 2.754.437	60%
Mayor Riesgo	\$ 245.112	36%	\$ 237.056	35%
Fondos de Retiro Programado	\$ 5.200.218	83%	\$ 4.079.200	65%
<b>Total Portafolio Pensiones Obligatorias</b>	<b>46.172.127</b>	<b>46%</b>	<b>42.096.149</b>	<b>42%</b>
<b>Fondos de Pensiones Voluntarias</b>	<b>2.615.040</b>	<b>24%</b>	<b>2.408.251</b>	<b>22%</b>
<b>Fondos de Cesantías de Largo Plazo</b>	<b>2.756.792</b>	<b>47%</b>	<b>2.481.352</b>	<b>42%</b>
<b>Fondos de Cesantías de Corto Plazo</b>	<b>91.126</b>	<b>55%</b>	<b>40.351</b>	<b>24%</b>
<b>Total</b>	<b>51.635.085</b>	<b>44%</b>	<b>46.985.752</b>	<b>40%</b>

Fuente. Grupo Bancolombia con datos de la SFC al 30 de septiembre de 2011

Mientras que en títulos de deuda corporativa, sólo concentran el 11% del total de recursos bajo su administración, 8% de los cuales corresponden a inversiones en títulos de entidades vigiladas por la superintendencia financiera, clasificados como Sector Financiero, y el restante 3% en activos de renta fija de entidades no vigiladas por la superintendencia financiera, clasificados como bonos del Sector Real.

**Tabla 6. Portafolio en Deuda Pública Fondos de Pensiones**

Cifras a 30 de septiembre de 2011 millones de pesos	Sector		Total	Como % del total del portafolio
	Financiero	Real		
Moderado	\$ 3.659.526	\$ 2.691.688	\$ 6.351.214	7%
Conservador	\$ 644.906	\$ 164.342	\$ 809.248	18%
Mayor Riesgo	\$ 4.146	\$ -	\$ 4.146	1%
Fondos de Retiro Programado	\$ 421.929	\$ 290.589	\$ 712.517	11%
<b>Total Portafolio Pensiones Obligatorias</b>	<b>4.730.506</b>	<b>3.146.619</b>	<b>7.877.125</b>	<b>8%</b>
<b>Fondos de Pensiones Voluntarias</b>	<b>2.795.299</b>	<b>204.919</b>	<b>3.000.217</b>	<b>27%</b>
<b>Fondos de Cesantías de Largo Plazo</b>	<b>1.533.629</b>	<b>207.608</b>	<b>1.741.238</b>	<b>29%</b>
<b>Total</b>	<b>9.059.434</b>	<b>3.559.146</b>	<b>12.618.580</b>	<b>11%</b>

Fuente. Grupo Bancolombia con datos de la \*SFC al 30 de septiembre de 2011.

Bajo el límite autorizado por las normas como tope de inversión se tiene que la demanda potencial por bonos corporativos de entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera llegaría a \$25,2 billones o cerca de 1,2 veces la oferta potencial de \$21 billones. Para el caso del sector real la demanda potencial podría ubicarse en \$51 billones ó 6,4 veces la oferta potencial de \$8 billones. (Ver tabla 12).

Lo anterior indica que el mercado de capitales local continuará contribuyendo a ampliar el espectro de oportunidades de inversión de las empresas y a su vez, permitirá la diversificación de portafolios frente a una saturación de los límites de inversión en deuda pública.

Tabla 7. Portafolio en Deuda Pública Fondos de Pensiones

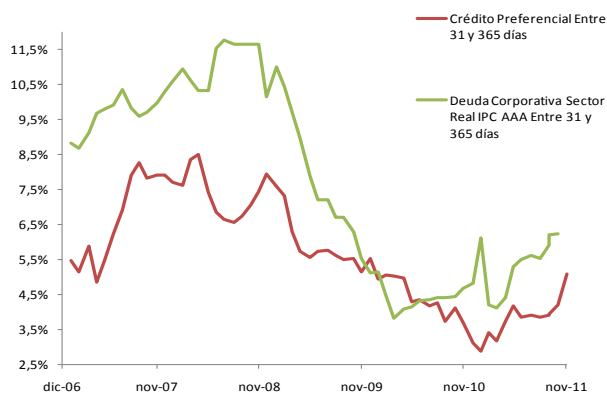
Cifras a 30 de septiembre de 2011 millones de pesos	Sector Financiero			Sector Real		
	Como % del total del portafolio	Limite Inversión	Demanda Potencial	Como % del total del portafolio	Limite Inversión	Demanda Potencial
Moderado	4%	30%	\$ 23.006.943	3%	60%	\$ 46.981.724
Conservador	14%	30%	\$ 742.667	4%	60%	\$ 1.965.898
Mayor Riesgo	1%	30%	\$ 201.800	0%	60%	\$ 407.746
Fondos de Retiro Programado	7%			5%		
<b>Total Portafolio Pensiones Obligatorias</b>	<b>5%</b>		<b>23.951.411</b>	<b>3%</b>		<b>49.355.369</b>
Fondos de Pensiones Voluntarias	25%			2%		
Fondos de Cesantías de Largo Plazo	25%	50%	1.277.013	3%	60%	1.880.663
<b>Total</b>	<b>8%</b>		<b>25.228.424</b>	<b>3%</b>		<b>51.236.032</b>

Fuente. Grupo Bancolombia con datos de la SFC al 30 de septiembre de 2011.

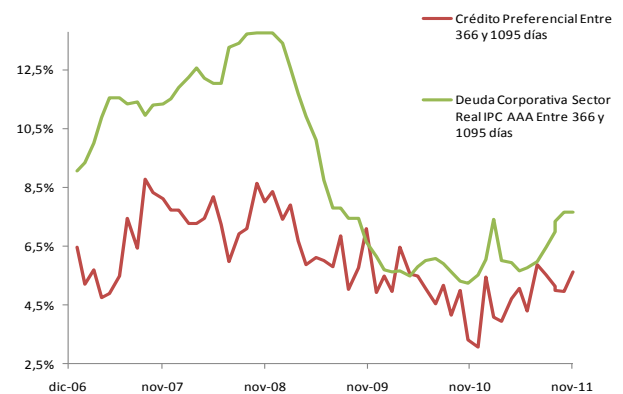
El descenso en los *spreads* de los bonos corporativos refleja además de la evolución de la inflación y de las tasas de interés, un mayor apetito de las empresas por ir al mercado de capitales local a obtener financiación, a mayores plazos y menor costo, tal como ha venido sucediendo en los últimos años. “Una posible explicación de la preferencia de deuda sobre créditos durante el 2009, puede ser por la combinación de dos situaciones, primero, beneficio en tasas y segundo, optimización del financiamiento, es decir, que las entidades hayan visto en la emisión de deuda de largo plazo la oportunidad de dejar de lado el rollover de crédito”. (Asobancaria, enero 24 de 2011-semana económica 786).

De hecho, el *spread* entre el costo de un crédito preferencial y el costo promedio en IPC de un emisor AAA a menos de un año, ha pasado de 800pb en 2008 a menos de 400pb hoy. Para un plazo superior, el diferencial se ubica en 400pb, menor que los 850pb que se observaban a finales de 2008.

Gráfico 12. Comparativo costo crediticio frente a la Deuda Corporativa menor a 1 año



Gráfica 13. Comparativo costo crediticio frente a la Deuda Corporativa entre 1 y 3 años



Fuente. Grupo Bancolombia. Cifras SFC al 09 de diciembre de 2011. Valoración Infoval cifras al 26 de diciembre de 2011.

Vale la pena resaltar que las cifras *bid to cover* señalan que sí existe apetito por las emisiones del sector real, ya que en 2010 y 2011 para los emisores del sector real fue superior al del sector financiero. (Ver gráfico 14). Se destacan casos como los de Codensa en 2009 y 2010 que registraron *bid to cover* de 4,6 y 4,01 veces, respectivamente, Ecopetrol 2010 con un *bid to cover* de 3,0 veces, sólo por mencionar algunos ejemplos (ver tabla 8).

Gráfico 14. Evolución Bid to Cover – acumulado año

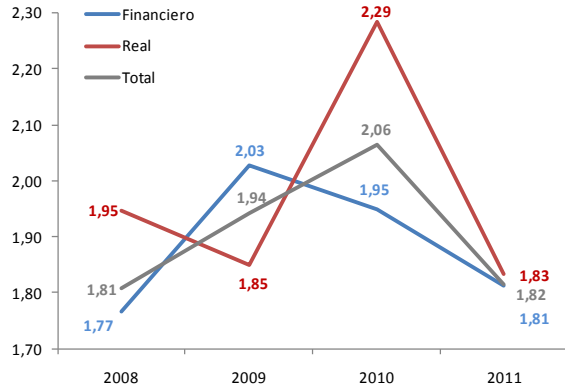


Tabla 8. Detalle Bid to Cover (acumulado año por emisor)

	2008	2009	2010	2011
Banco Davivienda	1,61	2,26	2,51	2,32
Bancoldex	1,64	1,56	1,47	1,42
Bancolombia	2,74	1,84	1,89	2,36
BBVA Colombia	1,40	2,12	2,07	1,16
Findeter	1,59	2,01	2,13	1,95
Titularizadora Colombiana	1,35	1,95	2,31	1,39
Cementos Argos	2,39	1,78	2,03	2,01
Codensa		4,65	4,01	
Ecopetrol			3,01	
Emgesa		2,38	2,65	
Empresa de Energía del Pacífico - EPSA	3,13			
ISA	1,56	2,09		2,59
Isagen		1,46	3,29	

Fuente. Grupo Bancolombia. Cifras SFC al 18 de noviembre de 2011.

De continuar con la dinámica de crecimiento de los últimos dos años, los bancos podrían ampliar su portafolio de bonos corporativos en cerca de \$3,5 billones durante 2012.

Gráfico 15. Total Inversiones de los Bancos

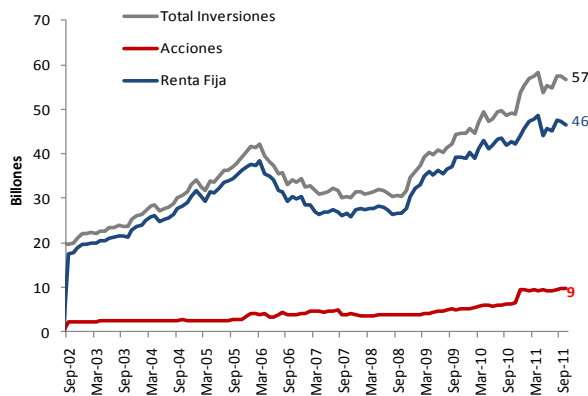
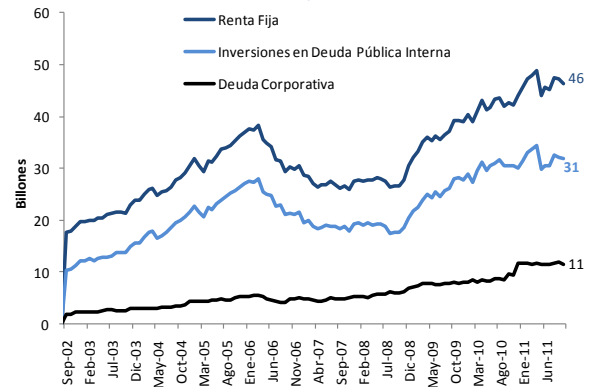


Gráfico 16. Inversiones de los Bancos – detalle renta fija



Fuente. Grupo Bancolombia. Cifras SFC al 18 de noviembre de 2011.

### Capítulo 3. Entorno fundamental local favorecerá las posiciones en TES en 2012

2011 se caracterizó por ser un año de buenas noticias económicas para el país. La inversión extranjera directa avanzó rápidamente, la actividad económica se mantuvo dinámica y soportó mejores resultados fiscales. Para 2012 se estima una moderación del crecimiento económico, pero la inversión foránea y los mejores resultados fiscales continuarían, en un panorama de política monetaria e inflación que favorecerá el comportamiento de la deuda pública local.

Lucía Duarte Agudelo Lucia Duarte  
luduarte@bancolombia.com.co

#### ¿A cuánto ascenderían los flujos por Inversión Extranjera Directa en Colombia durante 2012?

Es indiscutible el incremento que ha experimentado la Inversión Extranjera Directa (IED) en Colombia en los últimos años, lo que en gran parte ha sido reflejo del *boom* minero energético que está experimentando el país y el buen desempeño que ha demostrado la economía colombiana. Pero, a pesar de que en los últimos 4 años, en promedio, el 83% de los flujos por concepto de IED se han dirigido a petróleo y minería, el crecimiento de los flujos hacia otros sectores ha sido superior al registrado por los primeros. En 2010 y 2011 la IED hacia otros sectores creció 1.360% y 69% anual, respectivamente; mientras que hacia petróleo y minería fue de 17% y 44%. No obstante, estas últimas cifras no son despreciables.

Gráfico 1. Evolución flujos IED en Colombia (USD Millones)

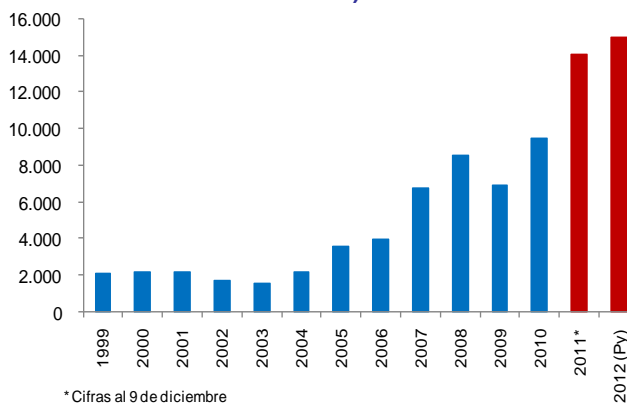
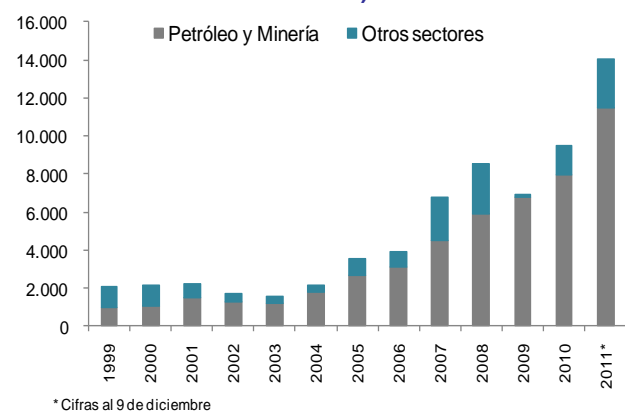


Gráfico 2. Composición flujos IED en Colombia (USD Millones)



Fuente. Bancolombia, Banco de la República.

Dado el buen dinamismo que se ha observado en los flujos por IED, así como por los anuncios de inversión en Colombia que se han conocido, el Grupo Bancolombia ha proyectado que la IED hacia Colombia ascendería a los USD14.969 millones en 2012. Sin embargo, esta proyección podría sufrir un sesgo al alza como resultado del apetito por invertir en el sector de hidrocarburos y las expectativas de que se incremente la producción de crudo durante los próximos años, la cual ya se ubica cerca del millón de barriles diarios. En este sentido, la IED hacia el sector de pretróleo podría alcanzar USD7.400 millones, por lo que el total de los flujos por IED se situaría en USD16.562 millones.

Tabla 1. Resumen flujos de USD por IED en Colombia (USD Millones)

	2012
<b>Sector Petróleo</b>	<b>5,807</b>
Exploración y desarrollo	3,179
Oleoductos	800
Otros	1,828
<b>Sector Energía</b>	<b>2,829</b>
<b>Sector Minería, Canteras y Carbón</b>	<b>2,400</b>
Expansión	2,400
<b>Sector Transporte</b>	<b>1,325</b>
<b>Otros</b>	<b>2,609</b>
Manufactura de tocador y artículos de aseo + Supermercados	115
Automotriz	136
Financiero	1,000
Otros	1,357
<b>Total</b>	<b>14,969</b>

\*Inversión Nueva

### Para 2012 se preve apreciación del Tipo de Cambio local

El mercado cambiario debería iniciar 2012 en medio de una alta volatilidad e incertidumbre, fundamentalmente como resultado del actual contexto europeo. Uno de los aspectos de mayor preocupación serán los vencimientos que deben asumir los gobiernos de Europa en los primeros cuatro meses de 2012, que ascienden a EUR650.000 mll, de los que Italia debe repagar cerca de EUR177.015 mll en el mismo periodo (45% del total de vencimiento de 2012), los acuerdos de integración fiscal en la Euro Zona y una posible reducción de la calificación crediticia de Francia.

A pesar de que lo anterior primará como guía del USDCOP, éste no deberá experimentar movimientos muy fuertes al alza dado que se espera que la Inversión Extranjera Directa (IED) y las Monetizaciones del Sector Oficial mantengan su dinamismo en lo corrido del mes.

La tendencia esperada al inicio del año es de apreciación de la tasa de cambio local frente al dólar, alcanzando un nivel de \$1.866. Sin embargo, en la medida en que se acerquen las fechas límites de los vencimientos de deuda Europa y las tensiones se incrementen nuevamente generarían presiones al alza en la tasa de cambio local que llevarían al cierre del 1T12 a un nivel cercano al \$1.948.

El Grupo Bancolombia ha pronosticado que la IED ascendería al menos a USD14.969 millones en 2012.

Por otro lado, las fuentes y usos del Gobierno Nacional Central en USD difieren en USD3.285 millones, lo que debería verse reflejado en entradas netas de divisas al país el próximo año por este concepto.

Las fuentes de riesgo al alza (devaluación del tipo del peso colombiano frente al USD) están determinadas por:

La coyuntura internacional continuará siendo el mayor riesgo para la proyección de tipo de cambio. De mantenerse el nerviosismo en los mercados, en definitiva, el sesgo del USDCOP sería al alza (\$2,114).

Por el contrario, una calma entre los agentes ante la situación fiscal en Europa, en medio de cifras en EE.UU que continuarían evidenciando una recuperación y, a nivel local, cifras en Colombia que mostrarían solidez de la economía del país, junto con precios de petróleo estables, se reflejarían en una apreciación del tipo de cambio (\$1.866).

Los siguientes son los niveles trimestrales esperados por el Grupo Bancolombia para la tasa de cambio USDCOP:

Proyección USDCOP	
Cierre del Trimestre	
1T11	\$ 1.948
2T11	\$ 1.871
3T11	\$ 1.802
4T11	\$ 1.830

Fuente. Bancolombia.

### ¿Cuál ha sido la evolución de las reservas internacionales?

Desde 1992, las reservas internacionales (RI) en Colombia han experimentado un crecimiento promedio de 8,7% anual. Entre tanto, si se analiza el periodo 2006 – 2011(py), el crecimiento ha sido de 15,5%. Ahora bien, si se comparan las RI en relación al PIB de Colombia, se encuentra que esta razón se ha mantenido estable en cerca de 9,6% en promedio.

Gráfico 3. Evolución Reservas Internacionales en Colombia (USD Millones)

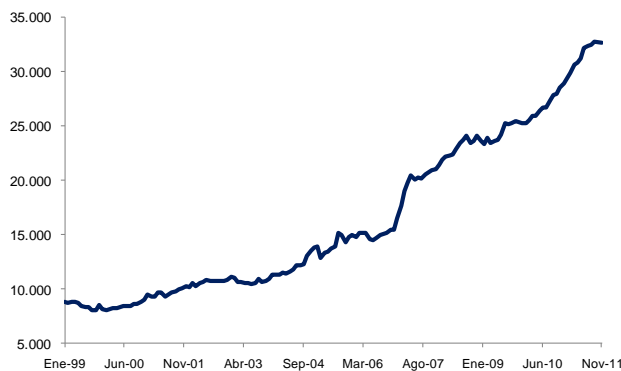
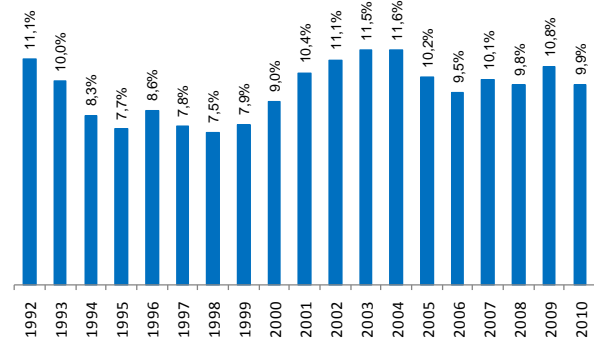


Gráfico 4. Reservas internacionales de Colombia como % del PIB USD



Fuente. Bancolombia, Banco de la República, DANE.

De cara al futuro, es deseable que se mantengan estas proporciones por lo que las autoridades económicas locales deben continuar efectuando una política económica macroprudencial. Ésta con el fin de permitir que el país cuente con un nivel adecuado de reservas internacionales para enfrentar cualquier choque de los mercados internacionales, tal y como fue más evidente en 2008 – 2009.

Vale la pena agregar que el mayor nivel de RI es percibido por los agentes económicos como una señal de solidez de la economía colombiana.

Para 2011 y 2012, se proyecta que la relación RI / PIB se ubique en cerca de 9,8% y 9,4%, respectivamente, lo que sugiere que las Reservas Internacionales se situarían en alrededor de USD32.500 millones y 35.197 millones en dichos años.

**Balance Fiscal del Sector Público Consolidado alcanzaría déficit de 1,8% del PIB en 2012**

Alexander Riveros Saavedra  
egrivero@bancolombia.com.co

El Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) indicó que en materia fiscal el país experimentará una recuperación notable. Las cuentas fiscales reflejan una mejoría en el balance del SPC. En 2011 se habría alcanzado un déficit de 2,9%, y para 2012 se espera 1,8% como porcentaje del PIB, a todas luces inferior al observado en 2010 (3,2%). Estos resultados se sustentan en un crecimiento económico del 5,5% esperado por el Gobierno para 2011 y con ello un mejor recaudo tributario, pues los ingresos tributarios habrían crecido cerca del 25% anual. Para 2012, las cifras fiscales del Gobierno descansan en unos supuestos macroeconómicos en los que el crecimiento del PIB sería de 5,1%, una inflación del 3,0%, una TRM entre \$1.900 y \$2.000 por dólar y un precio del petróleo (WTI) de 92 USD/barril.

El Gobierno esperaba que en 2011 el déficit del SPC alcanzara 3,4% del PIB, mientras que el Grupo Bancolombia lo estimaba en 3,1% (ver tabla 2 y 3). De igual manera, nuestra estimación para 2012 (2,0%) preveía una mejor situación fiscal para el año que viene frente a lo que esperaba el Gobierno; quizá, ante los mejores resultados económicos y tributarios el Ministerio de Hacienda revisó la cifra para 2012 de 2,2% a 1,8%.

El mejor balance fiscal en 2011, comparado con 2010, se explica, como lo manifestó el MHCP, por la reducción del déficit del GNC en 0,6% del PIB, y a pesar del impacto de la ola invernal, que generó una presión sobre el gasto del gobierno en 0,7%. En este frente el Ministro reconoció que la situación invernal no desmejoró el balance fiscal. Las autoridades económicas indicaron que en 2011 el balance primario del SPC fue negativo en 0,1% del PIB y que en 2012 será positivo (0,2% del PIB).

**Tabla 2. Balance Fiscal 2011-2012 (Miles de millones de pesos y % del PIB)**

Rubro	Ministerio de Hacienda									
	Anterior		Actual			Anterior		Actual		
	2011		2011		Dif % PIB	2012		2012		Dif % PIB
	M.M. \$	% PIB	M.M. \$	% PIB		M.M. \$	% PIB	M.M. \$	% PIB	
<b>Ingresos Totales</b>	86.676	14,4%	93.913	15,5%	1,1%	95.923	14,7%	103.307	16,0%	1,3%
<b>Ingresos Corrientes</b>	77.496	12,9%	84.095	13,9%	1,0%	86.733	13,3%	90.825	14,1%	0,8%
Ingresos Tributarios	76.962	12,8%	83.556	13,7%	0,9%	86.155	13,2%	90.187	14,0%	0,8%
Ingresos no Tributarios	534	0,1%	539	0,2%	0,1%	578	0,1%	638	0,1%	0,0%
<b>Fondos Especiales</b>	1.536	0,3%	1.311	0,3%	0,0%	1.377	0,2%	1.493	2,0%	1,8%
<b>Ingresos de Capital</b>	7.644	1,3%	8.507	1,4%	0,1%	7.813	1,2%	10.989	1,7%	0,5%
<b>Ingresos Causados</b>		0,0%		0,0%	0,0%					0,0%
<b>Gastos Totales</b>	110.670	18,4%	113.086	18,6%	0,2%	118.971	18,2%	122.444	19,0%	0,8%
<b>Déficit/Superávit Total GNC</b>	<b>-23.994</b>	<b>-4,0%</b>	<b>-19.173</b>	<b>-3,2%</b>	<b>0,8%</b>	<b>-23.048</b>	<b>-3,5%</b>	<b>-19.137</b>	<b>-3,2%</b>	<b>0,3%</b>
CRSF	281	0,0%	279	0,0%	0,0%	98	0,0%	99	0,0%	0,0%
Déficit/Superávit a financiar GNC	<b>-24276</b>	<b>-4,1%</b>	<b>-19451</b>	<b>-3,2%</b>	<b>0,9%</b>	<b>-23146</b>	<b>-3,5%</b>	<b>-19237</b>	<b>-3,0%</b>	<b>0,5%</b>
<b>Déficit/Superávit Total SPNF</b>	<b>-20929</b>	<b>-3,5%</b>	<b>-16912</b>	<b>-2,8%</b>	<b>0,7%</b>	<b>-14789</b>	<b>-2,3%</b>	<b>-11892</b>	<b>-1,8%</b>	<b>0,5%</b>
<b>Déficit/Superávit Total SPC</b>	<b>-20672</b>	<b>-3,4%</b>	<b>-17549</b>	<b>-2,9%</b>	<b>0,5%</b>	<b>-14452</b>	<b>-2,2%</b>	<b>-11903</b>	<b>-1,8%</b>	<b>0,4%</b>

Fuente. Grupo Bancolombia con datos del DANE y el CONFIS. MHCP.

El Gobierno Nacional Central redujo el saldo negativo de 3,8% a 3,2% del PIB, y destaca que se destinaron cerca de \$5 billones (0,7% del PIB) para atender la ola invernal, así como también el incremento en el gasto de inversión, que en términos del PIB avanzó de 1,9% en 2010 a 3,0% en 2011.

Del lado del Sector Público No Financiero, 2011 cierra con un déficit en -2,8% del PIB, y para 2012 el Gobierno prevé -1,8%. De este resultado se destaca que en 2010 el balance primario del SPNF alcanzó -0,1% del PIB, en 2011 un superávit de 0,2% y en 2012 registraría un saldo positivo de 1,2%.

Tabla 3. Balance Fiscal 2011-2012 (Miles de millones de pesos y % del PIB)

Rubro	Ministerio de Hacienda					Bancolombia			
	Anterior		Actual		Dif % PIB	2011		2012	
	2012	2012	2012	2012		M.M. \$	% PIB	M.M. \$	% PIB
<b>Ingresos Totales</b>	95.923	14,7%	103.307	16,0%	1,3%	88.869	14,9%	97.250	15,0%
<b>Ingresos Corrientes</b>	86.733	13,3%	90.825	14,1%	0,8%	79.689	13,4%	88.060	13,6%
Ingresos Tributarios	86.155	13,2%	90.187	14,0%	0,8%	79.155	13,3%	87.482	13,5%
Ingresos no Tributarios	578	0,1%	638	0,1%	0,0%	534	0,1%	578	0,1%
<b>Fondos Especiales</b>	1.377	0,2%	1.493	2,0%	1,8%	1.536	0,3%	1.377	0,2%
<b>Ingresos de Capital</b>	7.813	1,2%	10.989	1,7%	0,5%	7.644	1,3%	7.813	1,2%
<b>Ingresos Causados</b>					0,0%	0,0%		0,0%	0,0%
<b>Gastos Totales</b>	118.971	18,2%	122.444	19,0%	0,8%	110.670	18,5%	118.971	18,4%
<b>Déficit/Superávit Total GNC</b>	<b>-23.048</b>	<b>-3,5%</b>	<b>-19.137</b>	<b>-3,2%</b>	<b>0,3%</b>	<b>-21.801</b>	<b>-3,7%</b>	<b>-21.721</b>	<b>-3,4%</b>
CRSF	98	0,0%	99	0,0%	0,0%	281	0,0%	98	0,0%
Déficit/Superávit a financiar GNC	<b>-23146</b>	<b>-3,5%</b>	<b>-19237</b>	<b>-3,0%</b>	<b>0,5%</b>	<b>-22082</b>	<b>-3,7%</b>	<b>-21.819</b>	<b>-3,4%</b>
<b>Déficit/Superávit Total SPNF</b>	<b>-14789</b>	<b>-2,3%</b>	<b>-11892</b>	<b>-1,8%</b>	<b>0,5%</b>	<b>-18736</b>	<b>-3,1%</b>	<b>-13.463</b>	<b>-2,1%</b>
<b>Déficit/Superávit Total SPC</b>	<b>-14452</b>	<b>-2,2%</b>	<b>-11903</b>	<b>-1,8%</b>	<b>0,4%</b>	<b>-18479</b>	<b>-3,1%</b>	<b>-13.126</b>	<b>-2,0%</b>

Fuente. Grupo Bancolombia con datos del DANE y el CONFIS . MHCP.

Los datos fiscales presentados por el MHCP al cierre de 2011 revelan que el crecimiento del recaudo tributario del país sería cercano al 8% para 2012, inferior al de 2011, lo cual se sustenta sobre la base de un crecimiento económico menor para el próximo año, que a juicio del Gobierno sería de 5,1% y a juicio de Bancolombia, de 4,9%.

Gráfico 5 Recaudo tributario de la DIAN por Impuesto de Renta vs. Precio del petróleo WTI

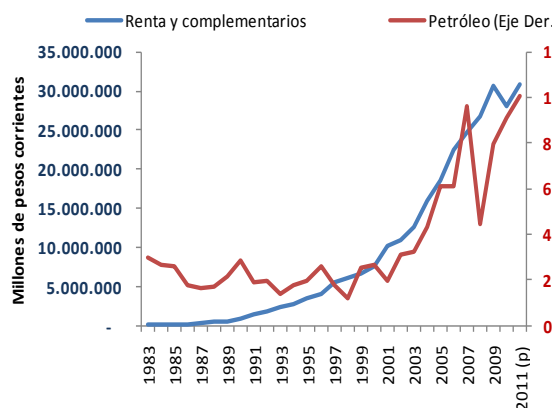
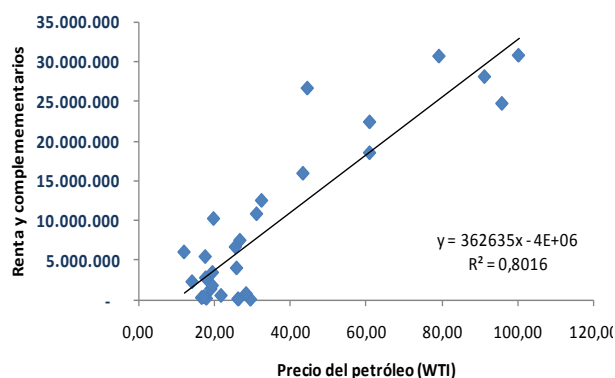


Gráfico 6 Dispersión entre el impuesto de renta recaudado y el precio del petróleo



Fuente. Bancolombia con datos Bloomberg y DIAN.

El Gobierno señaló en el (Marco Fiscal de Mediano Plazo) MFMP que "el recaudo por impuesto de renta en 2012 alcanzará un valor de COP15.154 mm (2,3% del PIB), tras un incremento nominal del orden de 19% (0,2% en términos del PIB), comportamiento que se debe en gran parte al efecto de la eliminación de la deducción especial por compra de activos productivos (cerca de \$3,5 billones) y al mayor pago esperado de renta por parte de Ecopetrol.

Mientras que en 2011 la empresa pagó por este concepto alrededor de \$3,1 billones (0,5% del PIB), se estima que para la próxima vigencia contribuya con cerca de \$3,7 billones (0,6% del PIB)".

Sin embargo las metas de crecimiento del recaudo tributario del Gobierno podrían cumplirse levemente en exceso, pues el impuesto de renta, que representa el 18% de los ingresos tributarios de la Nación, el año entrante tendría un impacto más positivo que el esperado por el Gobierno, sustentado en un comportamiento mejor que el esperado en la economía durante 2011, que se reflejaría en el pago del gravamen de renta en 2012, y en los excelentes resultados que ha experimentado Ecopetrol gracias a los elevados precios y volúmenes de la producción de petróleo (ver gráfico 5 y 6).

### Deuda externa pública y privada

En términos del endeudamiento externo del país, 2010 cerró con un nivel de deuda cercano a USD64.723 millones, y en lo corrido de 2011 (a agosto) se registra un crecimiento de 11,05% hasta USD71.875 millones, un aumento menor que el observado en el mismo periodo de 2010 (14,07%). De esta forma, el endeudamiento externo del país alcanza 21,8% del PIB, inferior al saldo del año pasado (22,4%) y a los niveles que se observaron a comienzos de la década de 2000 (40,2% en 2003). En términos de composición, el sector privado participa con 41,7% de la deuda total, concentrada un 70% en el largo plazo, en tanto que el sector público corresponde con el 58,3% de la deuda y casi un 98% de largo plazo.

Gráfico 7. Composición de la deuda externa por sectores (millones de dólares).

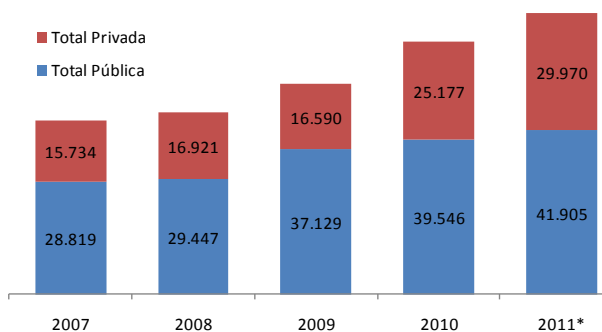


Gráfico 9. Composición de la deuda externa pública por plazo

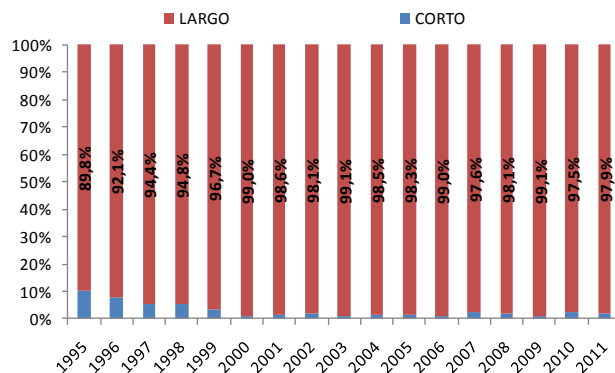


Gráfico 8. Composición de la deuda externa por tipo de deudor (% del PIB)

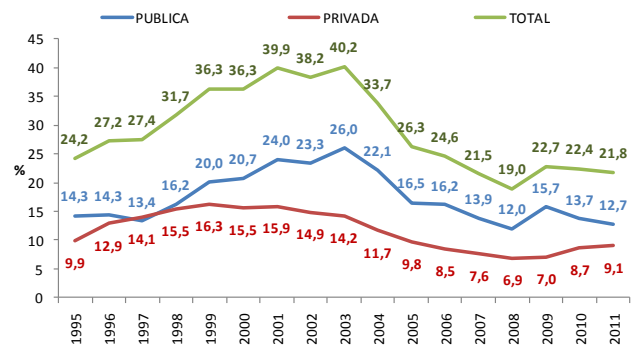
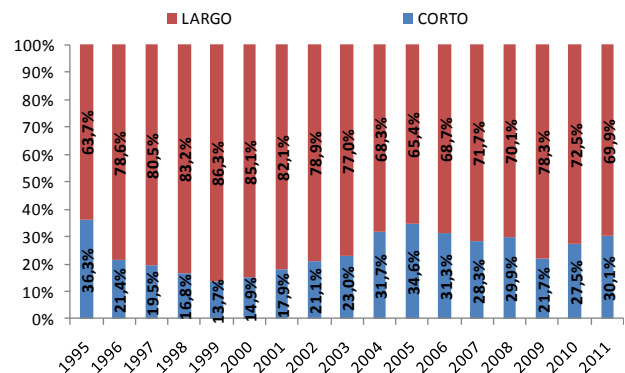


Gráfico 10. Composición de la deuda externa privada por plazo



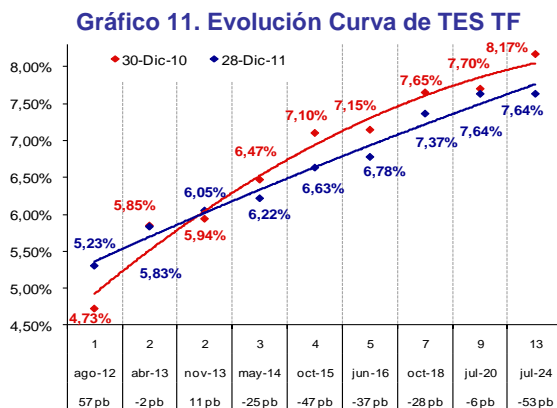
Fuente. Bancolombia con datos del Banco de la República

Nota. 2011 cifras a agosto.

## ¿Qué pasó en 2011 en la curva de TES?

Paula Andrea Oliveros S  
polivero@bancolombia.com.co

- 2011, tal como se preveía, fue un año de aplanamiento de la curva de TES, debido a la mayor corrección alcista en los rendimientos de los bonos de menor duración dado el ajuste alcista en la tasa de intervención, así como el descenso en el rendimientos de los TES de mayor duración luego de esperarse una mejora en la calificación de deuda soberana.
- Los títulos 2 años, en línea con lo estimado, alcanzaron niveles superiores a 5,50% a finales de nov-11, los TES TF Ago/12.
- Por su parte, se consideró que los bonos 10 años terminarían al cierre del año 2011 en una cotización de 7,30%, con lo que el promedio anual esperado se ubicaría en 7,10%. El promedio de la tasa nominal en 2011 se ubicó en 7,78% y para los TES TF Jul/24 en 7,97%. dadas las tensiones en Europa (ver gráfico 13), así como también el deterioro de las expectativas inflacionarias (ver gráfico 12).
- El grado de empinamiento de la curva de rendimientos alcanzaría niveles entre los 150pb y 180pb al cierre de 2011. (Ver texto del gráfico 11).

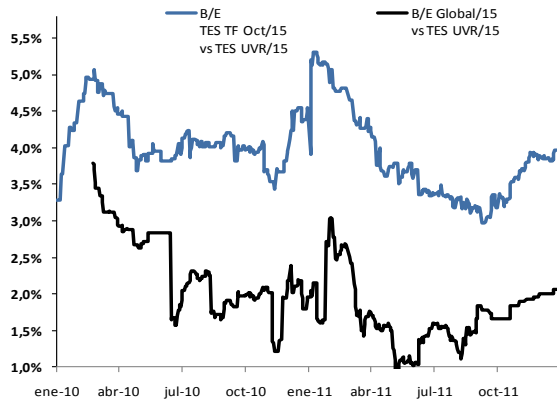


Fuente. Bancolombia, Banco de la República, SEN. Cifras al 28 de diciembre de 2011.

En 2011, la corrección alcista del tramo corto de la curva de rendimientos TF en promedio fue 50pb, mientras que el extremo del curva evidenció un descenso promedio de 30pb.

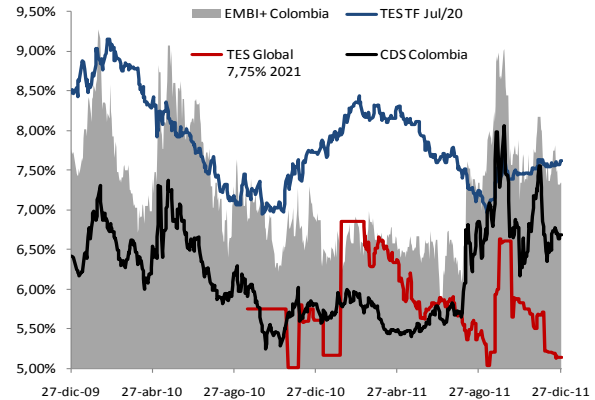
El grado de empinamiento de la curva de TES TF medido como el diferencial entre los rendimientos de los TES TF Jul/24 y TES TF Ago/12, pasó de ubicarse en 344pb al 234pb, así como al compararse los TES TF Jul/20 y los TES TF Ago/12 del 297pb a 234pb.

Gráfico 12. Evolución Curva de TES TF



Los *Break Even Inflation* registraron un incremento en el 4T11, dado la intensificación de la ola invernal y como producto de periodos de depreciación de la tasa de cambio local.

Gráfico 13. Aversión al Riesgo vs. Deuda Soberana



En el 4T11 se evidenció un deterioro de la situación externa como producto de la crisis Europea que se tradujo en repunte en los indicadores de riesgo crediticio, que en últimas terminaron afectando a los CDS de países emergentes, como fue el caso de Colombia y con esto desvalorización de la deuda soberana.

Fuente. Bancolombia, Banco de la República, SEN. Cifras al 28 de diciembre de 2011. Bloomberg

### Cuantificación de la Prima Fiscal en el mercado de TES

A todas luces la información fiscal favorable del pre-cierre de 2011 y de las proyecciones para 2012 debe conducir a la reducción de la prima fiscal que incorpora el mercado de TES. Por un lado, dado los menores niveles de déficit fiscal, el panorama positivo del recaudo tributario, el colchón de liquidez con el que se contará para la siguiente vigencia, pero sobre todo producto de la materialización del mensaje de institucionalidad y sostenibilidad fiscal que se ha venido impartiendo en el último año. (ver. Noticia de último momento. Notable recuperación en materia fiscal en Colombia -21 de dic-11).

En línea con lo anterior y al utilizarlo en la proyección de la Curva de Rendimientos de TES TF para los años siguientes (ver Informe de Proyecciones Macroeconómicas 2011 capítulo 9 –octubre de 2011), se obtuvo que la tasa real del título a 2 años es explicada por la tasa repo real, la inflación proyectada al cierre del año y un beta; las del nodo a 5 años real son explicadas así mismo por los rendimientos del nodo a 2 años real más un beta que incorpora el balance fiscal del GNC proyectado; y por último, los rendimientos del nodo a 10 años real se explican incorporando el rendimiento del nodo a 5 años real. Así las cosas, una mejora en las cifras del Gobierno en el frente del Balance GNC % PIB, tendrá un efecto positivo en las tasas reales de la deuda pública, en la medida en que refleja una mejor salud fiscal y por ende, disminuye el riesgo de la Nación como emisor.

La tasa nominal a 5 años está conformada por un 30% de componente fiscal, un 40% de prima inflacionaria y el excedente atribuible a variables de liquidez y percepción de riesgo país, entre otras.

Tabla 4. Componente Tasa del nodo a 5 años de la Curva de

TES	Tasas Nominales	Ref	Actual	Tasa Real*	Prima Fiscal	Prima Fiscal + Prima Inflación	Otros (riesgo país, liquidez)	Peso Prima Fiscal sobre la Tasa Nom	Peso Prima sobre la Tasa Nom
						4,77%	1,98%	30%	40%
	TES 5yn	Jun-16	6,75%	2,68%	2,03%				

Fuente. Cálculos Grupo Bancolombia, con datos BR-SEN. Cifra Actual al 21 de diciembre de 2011. Tasa Real calculada con inflación 12 meses de 3.96%.

Al incorporar la mejora en las cifras fiscales, un descenso en 0,50pb en el Balance Fiscal del GNC como porcentaje del PIB para 2011 debería traducirse en una disminución de 27pb en los TES 5 años tasa real, y de 24pb en los TES 10 años tasa real. Así mismo, la menor tasa real conduce menores rendimientos nominales arrojados por el modelo, para la referencia TES TF Jun/16 y los TES TF Jul/24 que reflejan un potencial de valorización superior a los 30pb, disminuyendo así el peso del componente fiscal, que pasa de participar un 30% a un 24%, en ambos casos.

**Tabla 5. Proyección de la Tasa Justa de los TES 5 años y 10 años al incorporar la mejora en las cifras fiscales**

	Ref	Actual	Tasa Real*	Prima Fiscal	Prima Fiscal + Prima Inflación	Otros (riesgo país, liquidez)	Peso Prima Fiscal sobre la Tasa Nom	Peso Prima Inflación sobre la Tasa Nom
TES 5yn	Jun-16	6,39%	2,41%	1,53%	3,98%	2,41%	24%	38%
TES 10yn	Jul-20	7,10%	3,07%	1,70%	4,82%	2,28%	24%	43,0%

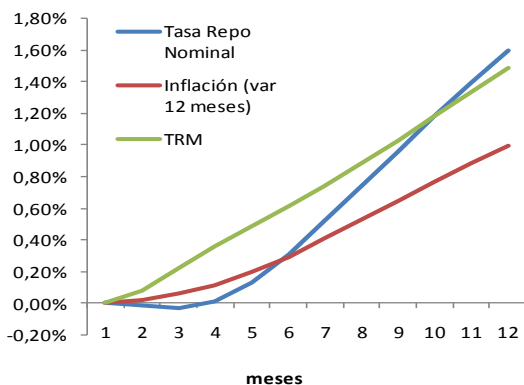
Fuente. Cálculos Grupo Bancolombia, con datos BR-SEN. Cifra Actual al 21 de diciembre de 2011. Tasa Real calculada con inflación 12 meses de 3.96%.

En este orden de ideas, la balanza de componentes se inclinaría nuevamente hacia las expectativas inflacionarias como principal determinante del costo de la deuda soberana colombiana.

Así las cosas y tal como se identificó en el informe (ver *¿Cuál sería el driver de la tasa de cambio local? - 09-12-11*), "para 2012 se deben esperar unas condiciones que en muy raras ocasiones se han observado en el pasado una alta cotización de los precios del petróleo y un tipo de cambio que empieza el año débil frente a lo observado en la mayor parte de 2010 y 2011. Esta combinación de factores podría generar presiones inflacionarias que deben ser tenidas en cuenta por el BanRep. Ante este eventual escenario, la pregunta que surge es cómo va a ser la función de reacción del Banco Central."

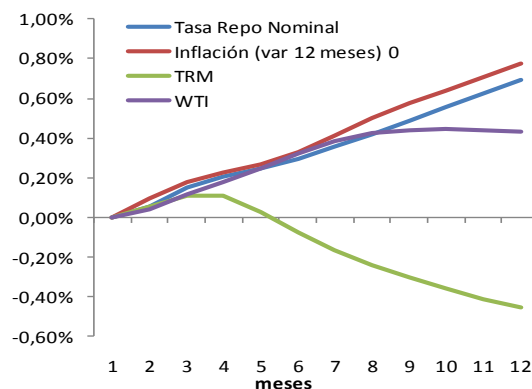
Dado lo anterior, se analizó a través de ejercicios de sensibilidad, el efecto de un conjunto de variables promedio mensual como Inflación 12 meses, Fed Funds Rate, WTI, Inflación Implícita a 1 año, Spread Repo – FED, TRM, sobre la curva de TES identificando relaciones de largo plazo. Los resultados del ejercicio se relacionan a continuación (ver gráfica 8 a la 10).

**Gráfico 14. Efecto sobre los TES 2 años nominal**



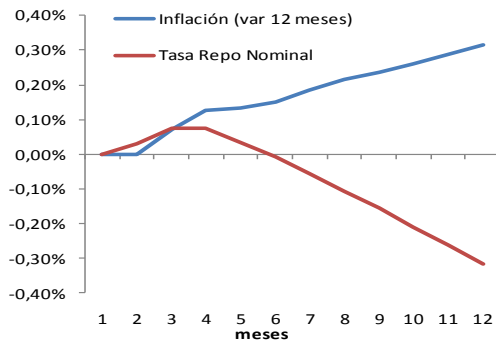
Un choque en la inflación y en la TRM de 1% tiene un impacto en el mismo sentido en la tasa nominal de los TES 2 años a partir del 3 mes y se mantiene exponencial durante los 9 meses siguientes hasta de 1,6%.

**Gráfico 15. Efecto sobre los TES 5 años nominal.**



Por su parte, un choque en la inflación, en la tasa repo nominal y en el WTI tienen un impacto positivo en la tasa nominal de los TES a 5 años, mientras que, para el caso de la TRM el impacto es levemente positivo del mes 3 al 4 y luego dicho efecto comienza a ceder.

Gráfico 16. Efecto sobre los TES 10 años nominal



De las variables analizadas la inflación también tienen un efecto positivo en la tasa nominal de los TES, mientras que la acomodación alcista en la senda de política monetaria produce corrección bajista en los rendimientos de los TES a 10 años. Tal como intuitivamente se tiene que un ajuste de la tasa de política monetaria produce anclaje en las expectativas inflacionarias y por ende, valorizaciones en los TES del nodo extremo de la curva, es decir aplanamiento de la curva de TES.

Fuente. Cálculos Grupo Bancolombia, con datos BR-SEN, Bloomberg, DANE.

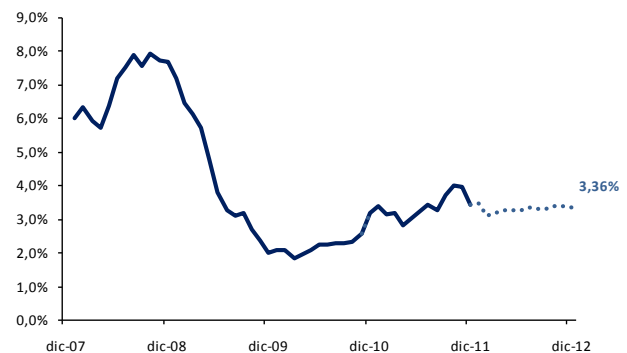
### Tasa de interés e inflación para 2012

El crecimiento de la economía colombiana en 2012 alcanzaría 4,9%, en un contexto en el que la incertidumbre sobre las condiciones de actividad económica de las economías desarrolladas y la evolución moderada de la demanda agregada así como el crédito interno permitirían el BanRep no subir su tasa de interés en 2012; por el contrario, podría presentarse una reducción de 25pbs en el 3T12, ubicándose en 4,50%. En materia de inflación se espera que una vez más se ubique dentro del rango meta del BanRep (2%-4%) a finalizar el 2012, puntualmente en 3,36%, debido a que se espera estabilidad en el precio de las materias primas y que no se observarían presiones de demanda en la medida en que la demanda interna presente un comportamiento moderado durante el año.

Tabla 6. Expectativas de inflación y tasas de interés

	Inflación anual	REPO	REPO real
Mar-09	6,14%	7,00%	0,81%
Jun-09	3,82%	4,50%	0,66%
Sep-09	3,21%	4,00%	0,77%
Dic-09	2,00%	3,50%	1,47%
Mar-10	1,84%	3,50%	1,63%
Jun-10	2,25%	3,00%	0,74%
Sep-10	2,29%	3,00%	0,70%
Dic-10	3,17%	3,00%	-0,17%
Mar-11	3,19%	3,50%	0,30%
Jun-11	3,23%	4,25%	0,99%
Sep-11	3,73%	4,50%	0,74%
Dic-11 py	3,42%	4,75%	1,29%
Mar-12 py	3,41%	4,75%	1,30%
Jun-12 py	3,39%	4,75%	1,32%
Sep-12 py	3,38%	4,50%	1,09%
Dic-12 py	3,36%	4,50%	1,10%

Inflación (% anual)



Fuente. Cálculos Grupo Bancolombia, con datos BR.

¿Hacia donde se inclinará la balanza para los TES en 2012?

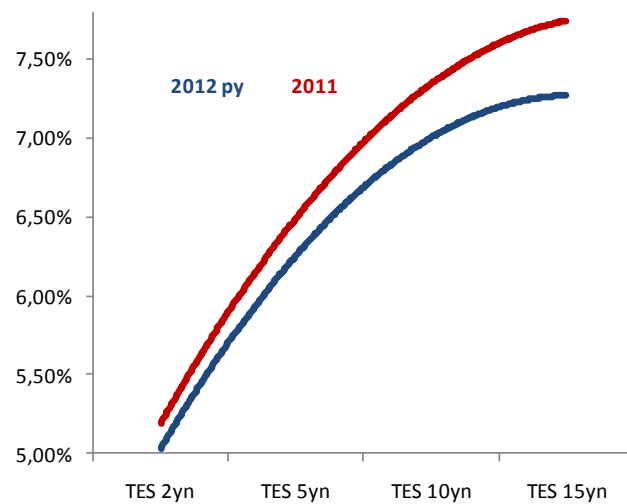
Dado el escenario descrito en los apartes anteriores, que involucra una menor oferta de papel, acompañada de mejores resultados fiscales, senda de estabilidad en la política monetaria en gran parte del año e inflación ajustada al rango meta del BR, se tiene que para 2012 la curva de rendimientos de TES TF podría evidenciar ajuste en las primas inflacionarias y fiscales, así:

Tabla 7. Evolución Estimada de la Curva de Rendimientos 2012

		Actual*	2012 py
Tasas Nominales	TES 2yn	5,29%	5,08%
	TES 5yn	6,19%	6,11%
	TES 10yn	7,64%	7,14%
	TES 15yn	7,64%	7,22%
Tasas Reales	TES 2yr	1,28%	1,66%
	TES 5yr	2,15%	2,66%
	TES 10yr	3,54%	3,66%
	TES 15yr	3,54%	3,73%

Fuente. Cálculos Grupo Bancolombia, con datos BR-SEN, Bloomberg, DANE, MCHP. \*Cifras al 29 de diciembre de 2011.

Gráfico 17. Evolución Estimada de la Curva de Rendimientos 2012



Fuente. Cálculos Grupo Bancolombia, con datos BR-SEN, Bloomberg, DANE, MCHP.

**Bancolombia | Investigaciones Económicas y Estrategias | (571) 353 52 87 | Bogotá– Colombia**

NOMBRE	CARGO	CORREO ELECTRÓNICO
Daniel Niño Tarazona	Director de Investigaciones Económicas y Estrategias	danino@bancolombia.com.co
Andrés Ortiz Iregui	Gerente Internacional de Investigaciones Económicas	androrti@bancolombia.com.co
Egberto Alexander Riveros Saavedra	Economista Macroeconomía Colombia	egrivero@bancolombia.com.co
Brian Lesmes Abril	Economista Banca Central y Sistema Financiero	blesmes@bancolombia.com.co
John Walter Fonseca Torres	Economista y Estratega Materias Primas	jwfonsec@bancolombia.com.co
Maria Valentina Ramírez Montoya	Economista Macroeconomía Internacional	mvramire@bancolombia.com.co
Lucas Toro Duque	Estratega Renta Fija Internacional	luctoro@bancolombia.com.co
Paula Andrea Oliveros Saldarriaga	Estratega de Renta Fija Local	polivero@bancolombia.com.co
Lucía Duarte Agudelo	Estratega Mercado Cambiario	luduarte@bancolombia.com.co
Nadia Sofía Stand Niño	Estudiante en Práctica Profesional	nstand@bancolombia.com.co
Carlos David Martínez Rodríguez	Estudiante en Práctica Profesional	cdmartir@bancolombia.com.co

**Valores Bancolombia | Análisis de Renta Variable y Portafolios | (571) 607 80 90 | Bogotá – Colombia**

NOMBRE	CARGO	CORREO ELECTRÓNICO
Juan Nicolás Pardo Ayala	Gerente de Análisis de Renta Variable y Portafolios	jnpardo@valoresbancolombia.com
Mauricio Amador Pilonieta	Estratega Mercados Internacionales	mpilonie@valoresbancolombia.com
Samuel David García Torres	Estratega Sector Minorista y Materias Primas	sdgarcia@valoresbancolombia.com
Diego Alexander Buitrago Aguilar	Estratega Sector Industrial y Energía	diebuit@valoresbancolombia.com
Jenny Rocio Torres Pabón	Estudiante en Práctica Profesional	jetorres@valoresbancolombia.com
Laura Tatiana Salamanca Carrillo	Estudiante en Práctica Profesional	lsalaman@valoresbancolombia.com

**Fiduciaria Bancolombia | Análisis Económico y Financiero | (571) 488 58 49| Bogotá – Colombia**

NOMBRE	CARGO	CORREO ELECTRÓNICO
Juan Carlos Cáceres Venegas	Gerente de Portafolio de Inversión	jcaceres@fiduciariabancolombia.com.co
Juan Pablo Espinoza Arango	Gerente de Estrategia	juespino@fiduciariabancolombia.com.co

**Condiciones de uso**

Esta publicación fue realizada por la Dirección de Investigaciones Económicas y Estrategias de Bancolombia S.A., la Dirección de Análisis Financiero de la Fiduciaria Bancolombia y la Gerencia de Análisis de Renta Variable y Portafolio de Valores Bancolombia, entidades pertenecientes al Grupo Bancolombia. Los datos e información no deberán interpretarse como una asesoría, recomendación o sugerencia de parte nuestra para la toma de decisiones de inversión o la realización de cualquier tipo de transacciones o negocios, razón por la cual el uso de la información suministrada es de exclusiva responsabilidad del usuario. Los valores, tasas de interés y demás datos que allí se encuentren, son puramente informativos y no constituyen una oferta, ni una demanda en firme, para la realización de transacciones.

Personas del Grupo o relacionadas con el mismo pueden realizar o haber realizado transacciones en una o varias de las inversiones escritas en el presente reporte antes de que el material haya sido publicado, o pueden prestar o haber prestado servicios a emisores de cualquiera de los productos de inversión aquí descritos, respetando siempre las disposiciones legales vigentes. La información aquí presentada relacionada con compañías del Grupo no representa necesariamente la posición de las mismas, algunas veces puede representar opiniones de los analistas. Se recomienda visitar periódicamente las páginas de Internet de BANCOLOMBIA S.A. ([www.bancolombia.com](http://www.bancolombia.com)), Fiduciaria Bancolombia ([www.fiduciariabancolombia.com](http://www.fiduciariabancolombia.com)) y Valores Bancolombia ([www.valoresbancolombia.com](http://www.valoresbancolombia.com)), así como el sitio en Bloomberg BCLB, para consultar las últimas publicaciones realizadas por el Departamento de Investigaciones Económicas y Estrategias.