

INFORME ESPECIAL:

Marco Fiscal de Mediano Plazo 2021-2022

Jose Ignacio López

Director Ejecutivo

jose.lopez@corficolombiana.com

Julio Romero

Economista jefe

julio.romero@corficolombiana.com

Ana Vera Nieto

Especialista Renta Fija

ana.vera@corficolombiana.com

Junio 20 de 2021



(1/2) Balance fiscal y plan financiero

- El Ministerio de Hacienda publicó esta semana el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) 2021, con sus proyecciones fiscales y supuestos macroeconómicos para el periodo 2021-2032. Este documento es clave para la decisión que tomarán en las próximas semanas las agencias Fitch y Moody's sobre la calificación crediticia de Colombia.
- Al ser un documento extenso (tiene 439 páginas), analizamos sus mensajes más importantes y llegamos a tres conclusiones:
 1. Para 2021 se mantiene en 8,6% del PIB el déficit fiscal del Gobierno Nacional Central (GNC) proyectado en el Plan Financiero de marzo de este año (ver "Primera impresión Plan Financiero" en [Informe Especial – Marzo 5 de 2021](#)) y su estrategia de financiamiento, si bien aumenta el ingreso esperado por la venta de ISA de \$12 a \$14 billones.
 2. Para 2022 se proyecta un déficit del GNC de 7,0% del PIB, superior al de otros países de Latinoamérica:
 - La reforma tributaria (llamada "Proyecto de Inversión Social") que se presentará el próximo 20 de julio aumentaría los ingresos tributarios en sólo 0,3% del PIB el próximo año (a 14,2% del PIB).
 - Los gastos de funcionamiento aumentarían de 15,9% en 2021 a 17,1% en 2022, y aquellos para atender las necesidades sociales disminuyen menos de lo esperado (a 0,5% del PIB), indicando que el estímulo fiscal permanece en 2022.
 - La deuda bruta del GNC seguiría aumentando, de 64,7% del PIB en 2020 a 66,8% en 2022, lo cual sucederá en un contexto de tasas de interés al alza ante la normalización de la política monetaria en EEUU.
 3. A mediano plazo (2023-2032), la reforma fiscal aumentaría los ingresos fiscales en 1,2% del PIB, pero la deuda bruta del GNC seguiría aumentando hasta un máximo de 69,0% del PIB en 2024 y luego corregiría lentamente hasta 62,8% en 2032.
 - Estos niveles de deuda no son consistentes con un país grado de inversión, por lo cual vemos una alta probabilidad de que Fitch rebaje la calificación de la deuda del país en moneda extranjera a grado especulativo (ver "Mercado renta fija: vivir sin grado de inversión" en [Informe Semanal – Mayo 31 de 2021](#)).
 - Bajo este panorama, la vulnerabilidad del país ante cualquier choque adverso sobre la economía o los mercados financieros es muy alta.

(2/2) Balance fiscal y plan financiero

- Con respecto al Plan Financiero de 2021, destacamos que el Gobierno lograría cubrir sus necesidades de este año si mantiene la tendencia en las subastas observada hasta el momento. La emisión de TES consistente con el déficit anunciado de \$42 billones es inferior a la que anticipamos y muestra un esfuerzo del Gobierno de minimizar la presión sobre el mercado local de deuda pública, pero es en todo caso la mayor de la historia.
- Por su parte, el riesgo de financiamiento en 2022 es considerablemente alto, especialmente por la mayor exposición a deuda externa.
 - En efecto, el Gobierno tendría que buscar \$39 billones con emisiones en los mercados internacionales, ya que el acceso a recursos de entidades multilaterales es mucho más limitado que en 2021.
 - Además, aunque las amortizaciones externas son relativamente bajas con relación al promedio histórico (pagos obedecen a obligaciones con multilaterales), las amortizaciones internas son altas, cercanas a \$24 billones (TES mayo 2022), frente a \$7,9 en 2021.
 - Si bien el gobierno podría hacer un canje de estas obligaciones, por lo pronto no se puede anticipar este refinanciamiento ante las mayores tasas y Crédito Público deberá esperar una ventana de oportunidad para ejercer esta operación y de esta manera quitar presión a las colocaciones directas con entidades públicas.
- Con la necesidad de sobreadjudicación en las subastas programadas, las tasas tendrán presión alcista. Sin embargo, Crédito Público hará ajustes en las referencias de bonos en las subastas, reduciendo la duración al incluir a partir del 23 de junio el título a 10 años (TES con vencimiento en 2031) y limitando la oferta de títulos de mayor plazo como 2050 y 2049, lo que aliviará el empinamiento de la curva.
- Además el bono a 10 años, tendría el potencial de ser la nueva referencia del mercado Colombiano.

Balance Fiscal 2021-2032

El déficit del Gobierno Nacional Central (GNC) para 2021 se mantiene en 8,6% del PIB, según lo proyectado en el Plan Financiero. Aumenta el ingreso esperado por la venta de ISA de \$12 a \$14 billones. Para 2022 se proyecta un déficit del GNC de 7,0% del PIB, superior al de otros países de Latinoamérica

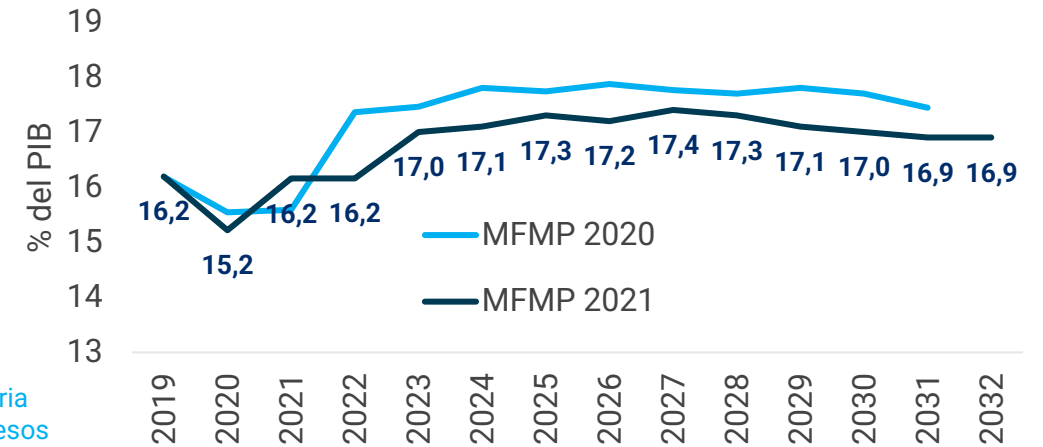
Ingresos del GNC
% del PIB

	2019	2020	2021p	2022p
Ingresos totales	16,2	15,2	16,2	16,2
Tributarios	14,0	13,0	13,6	14,2
Inerciales no petroleros	13,6	12,7	13,2	12,9
Petroleros	0,4	0,3	0,1	0,3
Modernización DIAN			0,2	0,8
Proyecto de Inversión Social			0,1	0,3
No tributarios	0,1	0,2	0,1	0,1
Fondos Especiales	0,1	0,1	0,1	0,1
Recursos de Capital	1,9	1,9	2,3	1,7
Rendimientos financieros	0,4	0,1	0,1	0,1
Excedentes financieros	1,4	1,6	0,8	0,7
Ecopetrol	1,1	0,7	0,1	0,6
BanRep	0,2	0,7	0,6	0,0
Resto	0,2	0,2	0,1	0,1
Otros (incluye optimización activos)	0,1	0,2	1,5	0,9

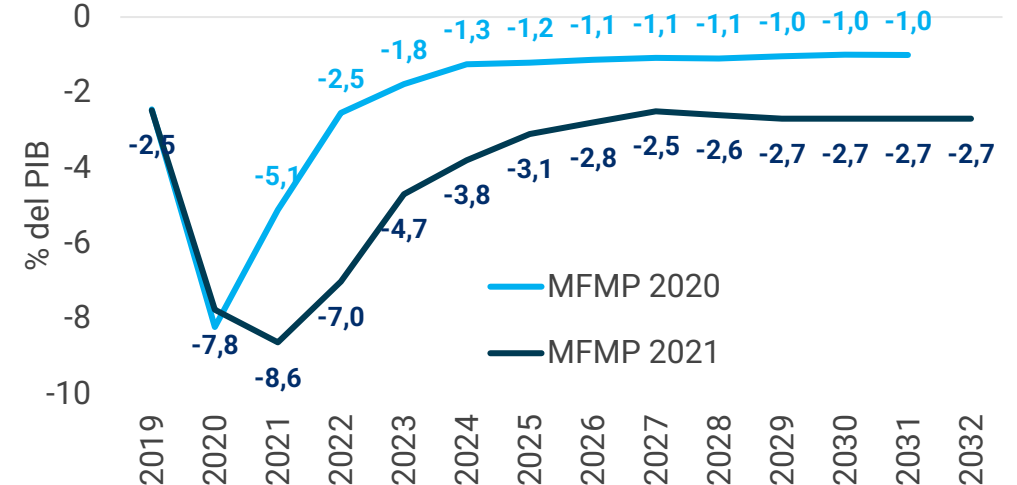
La reforma tributaria aumentaría los ingresos tributarios en sólo 0,3% del PIB en 2022

Incluye \$14 billones por venta de ISA en 2021 y \$7,1 billones por optimización de otros activos estatales en 2022

Ingresos del GNC



Balance total del GNC



El monto de inversión en 2021 asciende a \$30 billones, superior al de años anteriores. Luce muy ambicioso, de no ejecutarse completamente el déficit de este año sería menor.

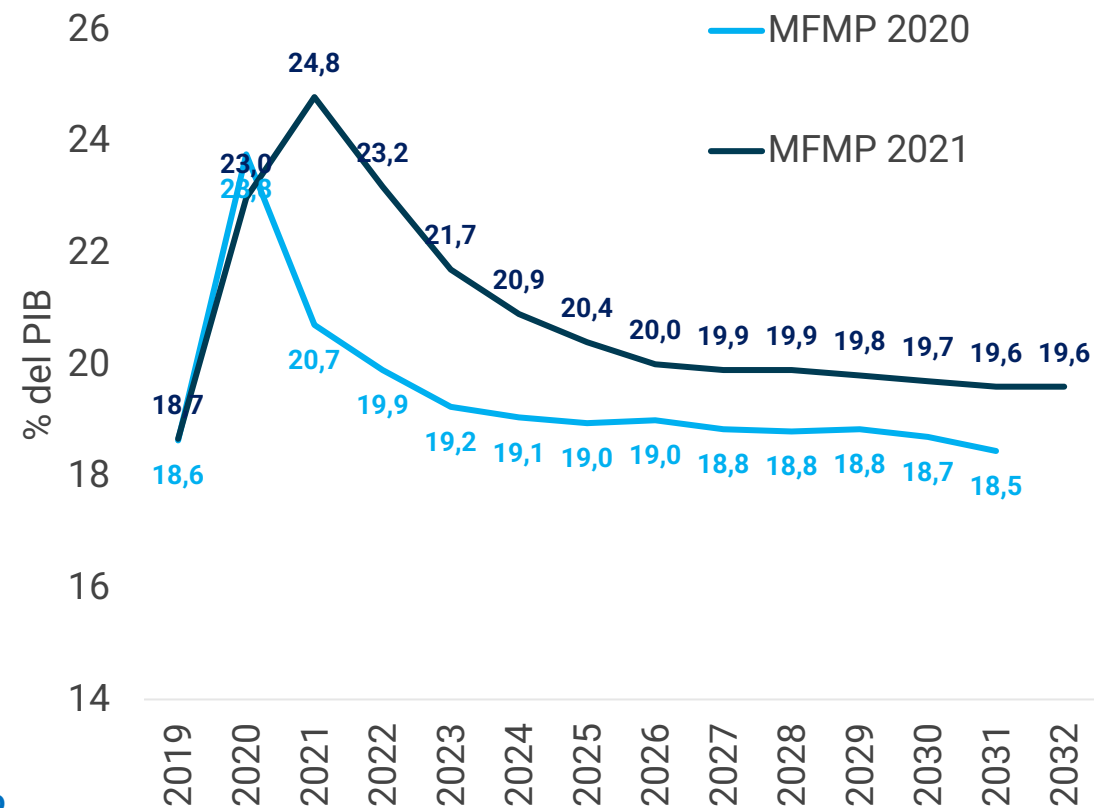
Gastos y balance del GNC % del PIB

	2019	2020	2021p	2022p
Gastos totales	18,7	23,0	24,8	23,2
Intereses	2,9	2,8	3,3	3,5
Intereses deuda interna	1,8	1,8	2,1	2,2
Intereses deuda externa	0,7	0,8	0,9	1,0
Indexación TES B	0,4	0,2	0,4	0,3
Funcionamiento**	14,0	16,3	15,9	17,1
Inversión**	1,7	2,0	2,7	2,1
FOME y FNG	0,0	1,8	1,8	0,0
Proyecto de Inversión Social	0,0	0,0	1,0	0,5
Préstamo Neto	0,0	0,0	0,0	0,0
Balance Total	-2,5	-7,8	-8,6	-7,0
Balance Primario	0,4	-4,9	-5,3	-3,6

Gastos de funcionamiento aumentarían a 17,1% en 2022

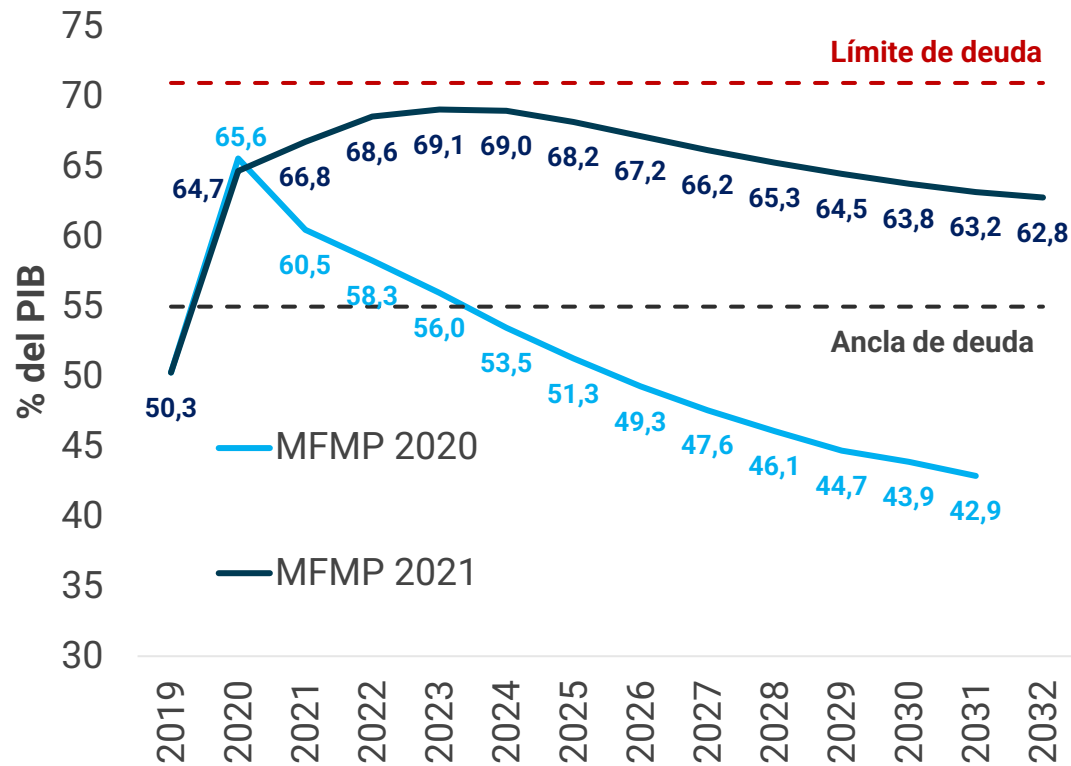
Gastos para atender las necesidades sociales disminuyen menos de lo esperado, indicando que el estímulo fiscal permanece en 2022.

Gastos del GNC



La deuda bruta del GNC aumentaría de 64,7% del PIB en 2020 a 66,8% en 2022, en un contexto de tasas de interés al alza. En 2024 alcanzaría un máximo de 69% del PIB en 2024, mostrando una tendencia al alza que no es consistente con la de un país grado de inversión

Deuda del GNC



A mediano plazo (2023-2032), la reforma fiscal aumentaría los ingresos fiscales en 1,2% del PIB.

Con una senda de deuda creciente en los próximos años hasta 2024, vemos una alta probabilidad de que Fitch rebaje la calificación de la deuda del país en moneda extranjera a grado especulativo (ver “Mercado renta fija: vivir sin grado de inversión” en Informe Semanal – Mayo 31 de 2021).

La vulnerabilidad del país ante cualquier choque adverso sobre la economía o los mercados financieros es muy alta.

Los próximos gobiernos tendrán que realizar nuevos esfuerzos fiscales, ya sea a través de un aumento de los impuestos o de un recorte del gasto

Plan Financiero 2021-2022

El Plan Financiero de 2021-2022 refleja la gran presión fiscal que enfrenta Colombia como resultado de la pandemia y el efecto sobre las cuentas se extendería hasta el 2022.

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

	MFMP2020	Plan Financiero2021	MFMP2021-2022			MFMP2020	Plan Financiero2021	MFMP2021-2022	
			2021	2022				2021	2022
Fuentes	104.901	132.082	134.068	127.757	Usos	104.901	132.082	134.068	127.757
Desembolsos	64.078	90.496	91.634	102.195	Déficit a financiar	57.770	94.647	95.749	83.574
Externos	24.358	35.164	36.302	39.312	Intereses internos	25.454	26.318	27.058	29.645
Internos	39.720	55.332	55.332	62.883	Intereses externos	10.690	10.454	9.712	11.685
Subastas y sindicaciones TES verdes	32.000	40.000			Amortizaciones	29.176	18.654	18.928	27.773
	na	2.000			Externas	14.495	10.397	10.937	3.936
Otros recursos*	18.619	8.925	9.773	14.763	Internas	14.680	8.257	7.991	23.837
					Pago obligaciones (sentencias, salud, otros)	8.200	8.590	8.590	6.382
Disponibilidad inicial	22.076	32.661	32.661	10.800	Disponibilidad final	9.755	10.191	10.800	10.028

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

- En 2021, se requiere más financiamiento frente a lo esperado en febrero, pero en general no se dan cambios relevantes en la estrategia de financiamiento.
- La emisión de TES consistente con el déficit a financiar se mantiene en \$40 billones, inferior a la que anticipamos y muestra un esfuerzo del Gobierno de minimizar la presión sobre el mercado local de deuda pública, pero es en todo caso la mayor de la historia.
- Se anticipan mayores pagos por intereses, lo que está relacionado en parte por la coyuntura del mercado de deuda tras la incorporación de rebaja de calificación por parte de S&P.

Para 2022, si bien se espera menor uso de recursos, son mayores los desembolsos de deuda, y el gobierno intenta diversificar la forma de financiarse para mantener estable el monto de subastas.

Comparación de desembolsos de deuda

(Cifras en miles de millones de pesos)

	MFMP2021-2022			MFMP2021-2022	
	2021	2022		2021	2022
Fuentes	134.068	127.757	Usos	134.068	127.757
Desembolsos	91.634	102.195	Déficit a financiar	95.749	83.574
Externos	36.302	39.312	Intereses internos	27.058	29.645
Internos	55.332	62.883	Intereses externos	9.712	11.685
Subastas	40.000	40.000	Amortizaciones	18.928	27.773
TES verdes	2.000	5.000	Externas	10.937	3.936
Sindicaciones		4.000	Internas	7.991	23.837
ETF: fondo de deuda pública		3.700	Pago obligaciones (sentencias, salud, otros)	8.590	6.382
Bonos pensionales		4.000			
Colocaciones directas con entidades públicas		6.183	Disponibilidad final	10.800	10.028
Otros recursos*	9.773	14.763			
Disponibilidad inicial	32.661	10.800			

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

- En 2022, el riesgo de financiamiento se da por la mayor exposición a deuda externa, ya que los 39 billones de desembolsos externos serán en su mayoría emisiones internacionales, al no contar con espacio por parte de multilaterales.
- Además las amortizaciones son atípicas, las externas son relativamente baja en relación al promedio histórico y estos pagos obedecen a obligaciones solo con multilaterales.
- En el panorama local, se deberán pagar 23 billones de amortizaciones frente a 7,9 en 2021, por el vencimiento de los TES mayo 2022. Si bien el gobierno podría hacer un canje de estas obligaciones, por lo pronto no se puede anticipar este refinanciamiento ante las mayores tasas y Crédito público deberá esperar una ventana de oportunidad para ejercer esta operación y de esta manera quitar peso a las colocaciones directas con entidades públicas.

Nuestro escenario base de subastas en todo caso señala que el gobierno deberá lograr sobre- adjudicación en todas las operaciones del año.

En 2021, la dinámica de las subastas no competitivas inferior a lo que esperábamos en febrero genera mayor presión.

Pico de colocaciones se daría en 3T2021 con la emisión de bonos verdes y otro tasa fija en septiembre mediante sindicaciones. Además cronograma deberá extenderse hasta diciembre si no se logra otra colocación por sindicación

Esquema de subastas esperada en 2021

	Tasa fija	UVR	No competitivas	Bonos Verdes	Total
Enero	2036	792	220		3048
Febrero	2013	802	583		3398
Marzo	1980	826	475		3281
Abril	2000	1026	1202		4228
Mayo	2249	915	1128		4292
Junio	2.000	800	900		4200
Julio	2.000	800	900	2.000	6700
Agosto	2.000	800	900		4200
Septiembre	2.000	800	900		6200
Octubre	2.000	800	900		4200
Noviembre	2.000	700	900		3800
Diciembre					1400
Total	22.278	9.061	9.008	2.000	42.347

Cifras enero a mayo 2011, son los resultados de las operaciones ya realizadas.

Fuente: Ministerio de Hacienda, Cálculos: Corficolombiana.

Esquema de subastas esperada en 2022

	Tasa fija	UVR	No competitivas	Bonos Verdes	Sindicaciones	ETF	Total
Enero	2.000	700	600				3.300
Febrero	2.000	700	700			3700	7.100
Marzo	2.000	700	1.000	2500			6.200
Abril	2.000	700	1.000				3.700
Mayo	2.000	700	1.000		2.000		5.700
Junio	2.000	700	1.000	2500			6.200
Julio	2.000	700	1.000		2.000		5.700
Agosto	2.000	700	1.000				3.700
Septiembre	2.000	700	1.000				3.700
Octubre	2.000	700	1.000				3.700
Noviembre	2.000	700	1.000				3.700
Diciembre							0
Total	22.000	7.700	10.300	5.000	4.000	3.700	52.700

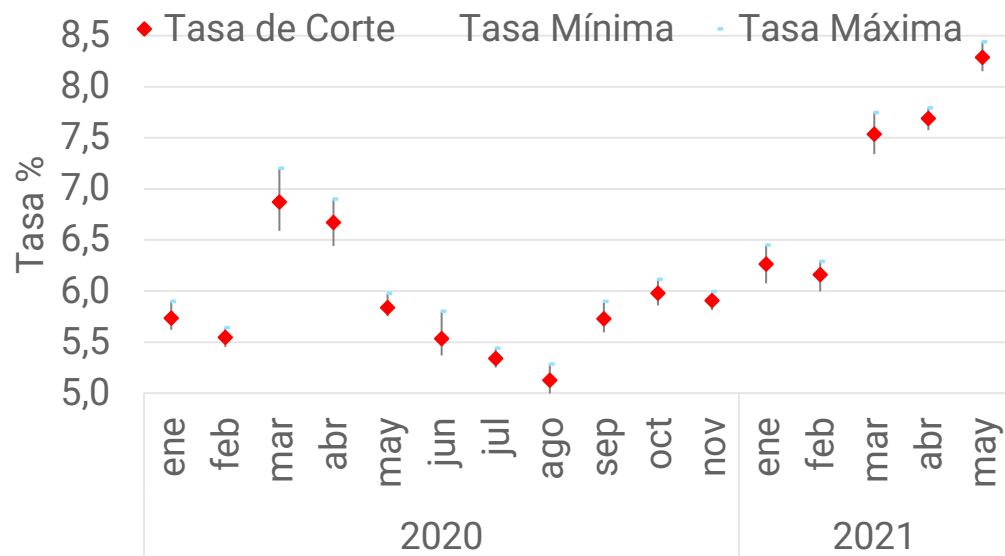
Fuente: Ministerio de Hacienda, Cálculos: Corficolombiana.

Las necesidades de financiamiento en el mercado han elevado las tasas de corte de las subastas de deuda pública. Bonos en tasa fija los que tienen mayor incremento porque un 74% de las nuevas emisiones se dan en estas referencias.

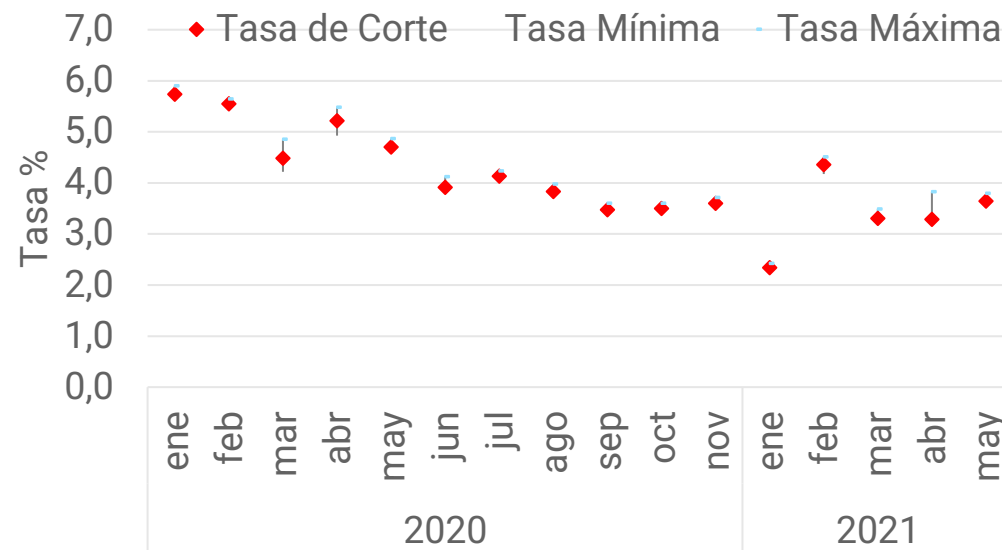
Con la necesidad de sobre adjudicación en las subastas programadas, las tasas tendrán presión alcista. Sin embargo, Crédito público hará ajustes en las referencias de bonos en las subastas, reduciendo la duración al incluir a partir del 23 de junio el título a 10 años (2031) y limitando la oferta de títulos de mayor plazo como 2050 y 2049, lo que aliviará el empinamiento de la curva.

Además el bono a 10 años, tendría el potencial de ser la nueva referencia del mercado Colombiano.

Tasas promedio de subastas de títulos tasa fija



Tasas promedio de subastas de títulos UVR



Equipo de investigaciones económicas

José Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas.

(+57-1) 3538787 Ext. 6165

jose.lopez@corficolombiana.com

Estrategia Macroeconómica

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-1) 3538787 Ext. 6105

julio.romero@corficolombiana.com

Ana Vera Nieto

Especialista Renta Fija

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

ana.vera@corficolombiana.com

Maria Paula Contreras

Especialista Economía Local

(+57-1) 3538787 Ext. 6164

maria.contreras@corficolombiana.com

Maria Paula González

Practicante Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

paula.gonzalez@corficolombiana.com

Juan Camilo Pardo Niño

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6120

cristhian.cruz@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Mercados Externos

(+57-1) 3538787 Ext. 6196

laura.parra@corficolombiana.com

José Luis Mojica

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6107

jose.mojica@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

andres.duarte@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6195

rafael.espana@corficolombiana.com

Sergio Consuegra

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-1) 3538787 Ext. 6197

sergio.consuegra@corficolombiana.com

Daniel Espinosa Castro

Analista de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6191

daniel.espinosa@corficolombiana.com

Contactos

Alejandro Pieschacon

Director de Estrategia de Producto

(+57-1) 6062100 Ext. 22724

alejandro.pieschacon@casadebolsa.com.co

Análisis y Estrategia

Juan David Ballén

Director Análisis y Estrategia

(+57-1) 6062100 Ext. 22622

juan.ballen@casadebolsa.com.co

María Fernanda Pulido

Analista de Renta Fija

(+57-1) 3538787 Ext. 22814

maria.Pulido@casadebolsa.com.co

Sergio Segura

Analista Junior Acciones

(+57-1) 6062100 Ext. 22636

Sergio.segura@casadebolsa.com.co

Omar Suárez

Gerente de Renta Variable

(+57-1) 6062100 Ext. 22619

omar.suarez@casadebolsa.com.co

Juan Felipe D'luyz

Analista Junior Acciones

(+57-1) 6062100 Ext. 22703

juan.dluyz@casadebolsa.com.co

Miguel Zapata

Practicante Investigaciones Económicas

(+57-1) 6062100 Ext. 22814

Miguel.zapata@casadebolsa.com.co

Mesa Institucional Acciones

Alejandro Forero

Head de acciones Institucional

(+57-1) 6062100 Ext. 22843

alejandro.forero@casadebolsa.com.co

Juan Pablo Serrano

Trader de acciones Institucional

(+57-1) 6062100 Ext. 22630

juan.serrano@casadebolsa.com

Advertencia

-Advertencia-

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 telefónicamente o a través de este medio.

La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana S.A. no extiende ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, confiabilidad, veracidad, integridad de la información obtenida de fuentes públicas. 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 u opinión acerca de inversiones, la compra o venta de instrumentos financieros o la confirmación para cualquier transacción.

Corficolombiana S.A. no asume 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 analista(s) que participó (arón) en la elaboración de este informe certifica(n) respecto a cada título o emisor a los que se haga referencia en este informe, que las opiniones expresadas se hacen con base en un análisis técnico y fundamental de la información recopilada, que se encuentra(n) libre de influencias externas para realizar la recomendación, y en consecuencia las mismas reflejan su opinión personal. El 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 relevante

Algún o algunos miembros del equipo de Investigaciones Económicas poseen inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando una recomendación de inversión, en consecuencia el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

Corficolombiana S.A. o alguna de sus filiales tiene inversiones en activos emitidos por algunos de los emisores sobre los que está efectuando una recomendación de inversión, su matriz o sus filiales.

Las acciones de Corficolombiana S.A. 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 la Corporación.

Corficolombiana S.A. 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.

Algunos de los emisores sobre los que está efectuando una recomendación de inversión, su matriz o alguna de sus filiales han sido, son o posiblemente serán clientes de Corficolombiana S.A. o alguna de sus filiales.

Algunos de los emisores sobre los que está efectuando una recomendación de inversión, su matriz o alguna de sus filiales han sido, son o posiblemente serán clientes de Grupo Aval o alguna de sus filiales.