

Mayo 2013

Ahorro e Inversión

Crecimiento económico y vehículos
de profundización financiera en Colombia

Documento elaborado por:
La Asociación Nacional de Instituciones Financieras, ANIF
y la Firma Comisionista de Bolsa, CORREVAL



ÍNDICE

I.	INTRODUCCIÓN	4
II.	AHORRO, INVERSIÓN Y CRECIMIENTO DE LARGO PLAZO	8
	1. Identidad ahorro-inversión a la luz de la ecuación macroeconómica	8
	2. Evolución de la inversión 1975-2012	9
	3. Modelo de capital incremental (ICOR)	11
III.	FUENTES DE AHORRO EN COLOMBIA	18
	1. Fuentes tradicionales de ahorro: M3 ampliado	18
	2. Fondos de pensiones y cesantías	21
	3. Mercado de capitales: acciones y bonos corporativos locales	27
	4. Otros instrumentos de ahorro	34
	5. Fuentes externas	42
IV.	FUENTES Y USOS DE FINANCIAMIENTO EN COLOMBIA: 2013-2020	49
	1. Modelo de consistencia financiera (fuentes y usos)	50
	2. Resultados en el período 2014-2017	51
	3. Resultados en el período 2018-2020	52
V.	CONCLUSIONES	54
	REFERENCIAS	56
	ANEXOS	58

* Estudio realizado conjuntamente por Anif y CREDICORP CAPITAL (nueva marca del Banco de Inversión Regional conformado por: Correval, BCP Capital y IM Trust). El equipo de Anif estuvo liderado por Sergio Clavijo y participaron Alejandro Vera, Ana María Zuluaga, Álvaro Parga y Liliana Ordoñez. Por parte de CREDICORP CAPITAL participó Daniel Velandia.
Email: sclavijo@anif.com.co.

Carátula: Gustavo Bernal

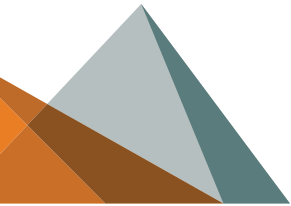
Diseño y diagramación: Luz Stella Sánchez

RESUMEN

Este documento analiza las diferentes fuentes de ahorro de la economía colombiana, su diversificación y su capacidad para satisfacer el crecimiento de la inversión-deseada a ritmos del 10% real por año, lo cual permitiría lograr una apalancamiento Inversión/PIB del 30%-32% en el próximo quinquenio. De lograrse dicho objetivo, la economía de Colombia estaría en capacidad de incrementar su ritmo de crecimiento “sostenible” (por quinquenios) del actual 4%-5% anual al 5%-6% anual en el futuro cercano.

Las proyecciones aquí presentadas, sobre fuentes de ahorro en Colombia para el período 2013-2020, nos permiten inferir que los recursos alcanzarían para financiar gran parte del curso “normal” de la economía y los nuevos proyectos (de infraestructura). No obstante, se necesitaría atraer, en promedio, recursos por el 1% del PIB en forma de IED neta (6.1% del total del 16.5% del PIB) para cubrir el remanente de gastos. En la medida en que las fuentes de ahorro aquí analizadas crezcan con esta dinámica, será posible financiar la inversión requerida para lograr relaciones de Inversión/PIB en el umbral 30%-32% frente al actual apalancamiento del 26%-28%. En principio, los “cuellos de botella” para lograr tal objetivo no parecerían estar por el lado del ahorro (gracias a la expansión del mercado de capitales), sino que estarían más cifrados en las problemáticas de concepción y gestión de las obras de infraestructura.

Clasificación JEL: Ahorro (E21), Inversión (E22), Crecimiento (E23).



I. INTRODUCCIÓN

La inversión real de Colombia tuvo un importante repunte durante los años 2002-2008, creciendo a una tasa promedio del 12.8% real por año, después de haber experimentado una seria crisis durante 1998-2001, cuando se contrajo a un ritmo promedio del -8.1% real por año. En ello jugó un papel clave el despertar de diferentes vehículos de profundización financiera, incluyendo el mercado accionario, la emisión de bonos corporativos y un buen ambiente para la llegada de la Inversión Extranjera Directa (IED), especialmente hacia el sector minero-energético.

Sin embargo, la crisis financiera internacional trajo algo de “contagio” sobre América Latina y sobre Colombia durante los años 2009-2010, período en el cual dicha inversión tan sólo creció a un ritmo promedio del 2.5% real por año. Los años 2011-2012 fueron de recuperación, promediando una expansión a ritmos del 12.4% real por año, superando claramente el promedio histórico de largo plazo de Colombia (4.7% anual durante 1975-2012).

Esta prolongada crisis financiera internacional, que ha elevado la deuda pública nacional y territorial en los países desarrollados a niveles superiores al 100% del PIB, se estaría prolongando para el período 2013-2014 y amenaza con estancar la recuperación global. Por ejemplo, se estima que el crecimiento global se estaría desacelerando de ritmos del 3% anual en 2011 hacia tasas del 2.4% en 2012 y que se repetiría esta cifra también en 2013. En el caso del mundo desarrollado, inclusive

habría una desaceleración al pasar de crecimientos del 1.2% en 2012 hacia un 1% en 2013, mientras que el mundo emergente se estaría acelerando levemente, al pasar de 4.6% en 2012 a un esperado 5.1% en 2013.

Después de un satisfactorio rebote a tasas de crecimiento del 6.1% en 2010 y del 4.2% en 2011, América Latina ha entrado en una fase de relativo estancamiento, al crecer tan sólo un 2.5% en 2012 y un esperado 3.4% en 2013. Esto último señala que la recuperación dinámica de los países emergentes está ocurriendo es en Asia (excluyendo a Japón), donde se proyectan tasas sostenidas del 6%-7% anual, tanto en 2012 como en 2013.

En el caso de Colombia, se ha observado un satisfactorio rebote en el crecimiento del PIB-real a tasas del 6.6% en 2011. Sin embargo, la prolongada crisis internacional y una serie de problemas locales (incluyendo rezagos en infraestructura y efectos estructurales, mencionados por parte de Anif, provenientes de la llamada Enfermedad Holandesa) redujeron dicho crecimiento a tan sólo un 4% en 2012 y se espera una tasa igual para el año 2013, similar a la del último promedio quinquenal, e igual a la pronosticada por el Banco de República (BR) y el consenso de analistas.

Con relación a la Enfermedad Holandesa, actualmente existe un debate entre diferentes analistas sobre su presencia en la economía colombiana. Recientemente Clavijo et al. 2012 apoyó la existencia de este fenómeno, argumentando

que la desindustrialización que atraviesa el país se explica en gran medida por el aumento de las exportaciones de commodities que desplazan las exportaciones industriales y agroindustriales debido a una apreciación cambiaria real. Una visión alternativa tienen Carranza y Moreno (2013), quienes argumentan que esta condición en la caída de la participación del valor agregado de la industria en el PIB se debe a un proceso de desintegración vertical de la industria, donde muchas de las firmas del sector prefieren “tercerizar” sus servicios en vez de producirlos internamente.

¿Qué implicaciones tendrá este entorno internacional y local sobre la inversión real de Colombia y sobre los mercados financieros que la soportan? Hemos estimado que la relación Inversión/PIB de Colombia estará promediando un 28% durante el período 2012-2013, cifra que supera el 21% observado en la trayectoria de largo plazo (1975-2012). Como veremos, un “apalancamiento” del sector real de esta magnitud resulta consistente con un crecimiento potencial de Colombia en el rango 4%-5% anual.

Sin embargo, para llegar a crecimientos sostenidos en el rango 5%-6% anual, Colombia requeriría elevar dicho “apalancamiento” al rango 30%-32%, lo cual implicaría lograr que la “formación bruta de capital fijo” creciera a ritmos del 10% real por año en el futuro inmediato. Alcanzar esta meta supone una drástica aceleración en la ejecución de proyectos de infraestructura, así como sostener los ritmos de IED que han venido representando cerca del 3% del PIB por año. Desde el punto de vista financiero, las diversas fuentes de ahorro (mercado crediticio, acciones y bonos corporativos) deben incrementarse para lograr cerrar la brecha existente respecto de la inversión (deseada).

El objetivo de este documento es analizar las diferentes fuentes de ahorro de la economía colombiana, su diversificación y su capacidad para satisfacer ese crecimiento de la inversión-deseada a ritmos del 10% real por año, lo cual eventual-

mente nos llevaría a un nivel de apalancamiento Inversión/PIB del 30%-32%. De ser así, entonces la economía Colombia estaría en capacidad de incrementar su ritmo de crecimiento “sostenible” (por quinquenios) del actual 4%-5% anual hacia el 5%-6% anual en el futuro cercano.

Como veremos, la Colombia de los años ochenta se había caracterizado por ser una economía cerrada y sobrerregulada a nivel financiero. El mercado monetario de entonces era poco profundo y altamente dependiente del ciclo externo. Los instrumentos de ahorro se volcaban sobre el corto plazo (cuentas corrientes, de ahorro y CDTs) y la relación M3/PIB (donde $M3 = M1 + \text{cuasidineros} + \text{otros pasivos}$) no superaba el 24%, al tiempo que prácticamente no existía el mercado de capitales. Durante los años noventa, la economía colombiana inició su proceso de apertura comercial y de su cuenta de capitales, avanzando en dicha profundización financiera. Así, por el lado pasivo del balance, la relación M3/PIB se elevó del 23% en 1990 al 42% en 2011 y a casi el 46% en 2012, donde el elemento más dinámico han sido las cuentas de ahorro.

Hacia el mediano plazo, veremos que existen dos factores que explican el dinamismo de estas fuentes de ahorro tradicional, a saber: i) el crecimiento del PIB-real, como determinante central del ahorro de corto plazo; y ii) el efecto que pueda ocasionar el esperado desmonte del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF), ordenado por la Ley 1430 de 2010, el cual debería reducir la relación Efectivo/M3 y recuperar el llamado “multiplicador monetario”.

En lo referente a la profundización del mercado de capitales (propiamente dicha), los instrumentos de renta variable (acciones) y de renta fija (bonos corporativos) locales han tenido importantes desarrollos en la última década. En efecto, la capitalización bursátil del Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC), medida de forma tradicional, aumentó del 33% al 74% del

PIB durante el período 2006-2012, promediando una valorización del 6% real anual. Adicionalmente, el stock de bonos corporativos pasó de representar un 4.2% a un 5.9% del PIB durante el mismo período.

La principal conclusión de este estudio es que poner a Colombia en la senda del crecimiento acelerado, en la franja del 5%-6% anual de forma "sostenida" por quinquenios, exige elevar la inversión en capital fijo a tasas del 10% anual y, de esta manera, lograr apalancamientos en Inversión/PIB del orden del 30%-32%. A su vez, esto supone que el mercado de capitales alcance mayor profundidad. En particular, el mercado accionario, en el horizonte 2013-2020, debe lograr emular la profundización que ha tenido la acción de Ecopetrol en acciones como las de ISA, Isagen, EEB o ETB (todas con la doble condición de tener un alto componente de propiedad pública y de ubicarse en sectores estratégicos de servicios de energía y telecomunicaciones).

A su vez, el mercado bancario debe continuar capitalizándose, acercándose cada vez más a los exigentes criterios de Basilea-III, y de esta forma estar en capacidad de ofrecer "créditos sindicados" que atiendan las exigencias de sectores como el de la infraestructura; además de la ya bien ganada diversificación geográfica del sector bancario colombiano, con importantes expansiones sobre Centroamérica. A nivel de la oferta de bonos corporativos, Colombia debe seguir por la senda del exitoso esquema de Chile, donde cada vez más empresas del sector real utilizan esta alternativa de financiamiento, que se ha comprobado tiene beneficios en extensión de plazos y abaratamiento en materia de tasas de interés.

Por el lado de la demanda de recursos crediticios, estarán los grandes proyectos de inversión en infraestructura y los hogares. Cabe anotar que el stock crediticio y de bonos de Colombia tan sólo representa un 45% del PIB (= 39% crédito y 6%

bonos), luego existe un amplio espacio para profundizar estos mercados, especialmente cuando se sabe que el referente cercano de Chile asciende al 88% del PIB (= 76% crédito y 12% bonos). También jugarán un papel primordial en la demanda por instrumentos de ahorro de largo plazo (acciones y bonos) los llamados inversionistas institucionales, tales como las AFPs y las fiduciarias. Cabe recordar que los recursos de las AFPs (incluyendo pensiones obligatorias, cesantías y ahorros voluntarios) han pasado de representar un 0.8% del PIB en 1995 a casi un 22.3% del PIB al cierre de 2012.

Además, se espera que con el advenimiento de los llamados "portafolios generacionales" (Ley 1328 de 2009), sumándonos a las experiencias de Chile, México y Perú, se alarguen los horizontes de inversión de los ahorradores jóvenes, al aprovechar mejor el llamado Beta Financiero (riesgo/retorno). Bajo un escenario optimista, cabe esperar que los recursos administrados por las AFPs puedan elevarse del actual 22% del PIB hacia un 28% del PIB al cierre de 2020, suponiendo que dichos portafolios logran mantener retornos en el rango 6%-10% real por año y que se concretan ganancias en formalización del 10% (en la relación Cotizantes/PEA), tal como lo proyecta el gobierno tras la reforma tributaria de la Ley 1607 de 2012 que sustituyó un 13.5% de sobrecostos no salariales por recursos tributarios del CREE.

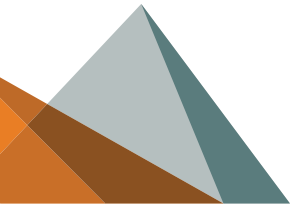
También cabe resaltar que, desde 2005, se vienen consolidando otras fuentes de ahorro locales, como las carteras colectivas (CCs), las fiduciarias y los fondos de capital privado (FCPs). El valor de los fondos administrados por las CCs ha pasado de \$25 billones en 2009 (un 5% del PIB) a \$43 billones en 2012 (un 6.6% del PIB), donde las sociedades fiduciarias administraron el 4.6% del PIB en 2012 (\$30 billones). Nótese que las sociedades fiduciarias también han ido incrementando su participación en las pensiones voluntarias, pasando de \$0.5 billones (un 0.1% del PIB) en 2009 a \$3.2 billones en 2012 (un 0.5% del PIB).

A pesar del menor dinamismo del mundo desarrollado en 2012-2013, creciendo sólo a tasas del 1% anual, Colombia atraviesa por una favorable coyuntura dentro de América Latina. Ello se manifiesta en una oferta de recursos que viene sumando una IED del orden del 3% del PIB por año y deuda externa que, curiosamente, ha continuado decayendo, al pasar de un stock del 36%-40% del PIB en 2000-2003 a cerca del 20% del PIB durante los últimos años.

A nivel de fuentes externas, el menú de opciones del propio mercado de capitales global se ha ampliado para los colombianos durante 2010-2012. Ahora se cuenta con el Mercado Global Colombiano (MGC), aunque los volúmenes negociados allí aún son bajos, \$1.220 millones en 2012. Otra alternativa proviene del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), cuya capitalización bursátil ascendió al 89% del PIB (conjunto de Colombia, Chile y Perú). El MILA podría crecer aún más si se concreta la vinculación de México a dicho mercado, aunque la coyuntura actual no luce muy favorable a tal fin. Asimismo, dentro de las fuentes externas cabe destacar el papel que tendrá ahora la elevación del límite permitido para inversiones en el exterior para los fondos de pensiones obligatorias, pasando del 20% antes del 2009 a 20%-70% en el esquema de multifondos, dependiendo del tipo de riesgo.

Para satisfacer las necesidades de inversión de Colombia, antes comentadas, se requiere atraer no menos de un 1% del PIB anual bajo la forma de IED neta (lo cual representa el 6.1% del total de requerimientos de inversión, por valor del 16.5% del PIB). Además, durante 2014-2018, los requerimientos del sector público estarán acaparando cerca de un 6.7% del PIB por año, los cuales podrían descender hacia un 5.8% del PIB durante 2018-2020, abriendo espacio para una mayor financiación de los proyectos del sector privado.

Este documento consta de tres capítulos, además de esta introducción. El primero explicará la relación entre ahorro e inversión en Colombia, analizando la evolución de los componentes que integraron la demanda agregada a lo largo del período 1975-2012. Con base en estos resultados, se realizan análisis de sensibilidades del PIB-potencial al llamado “capital incremental” (ICOR). La segunda sección analiza las posibilidades de financiar esa creciente inversión y sus diversas fuentes de ahorro a nivel local e internacional. El tercer capítulo analiza las fuentes de oferta y demanda de dicho ahorro y pone en perspectiva lo que ello significa en términos de profundización del mercado de capitales de Colombia en el horizonte 2013-2020. Finalmente, presentamos las conclusiones.



II. AHORRO, INVERSIÓN Y CRECIMIENTO DE LARGO PLAZO

El presente capítulo explora la relación entre el ahorro y la inversión de la economía colombiana a partir de los componentes de su demanda agregada durante los últimos cuarenta años (1975-2012). La idea central es estimar cuáles son los niveles de inversión que requiere el país para lograr acelerar su crecimiento potencial del actual 4.5% anual hacia el 5% o 6% anual. Posteriormente discutiremos lo que ello, a su vez, significa en términos del ahorro requerido para satisfacer ese nivel de inversión deseada.

1. Identidad ahorro-inversión a la luz de la ecuación macroeconómica

Para entender la relación existente entre el ahorro y la inversión de una economía, resulta fundamental definir cuál es el papel que tienen estas variables dentro de las cuentas nacionales de un país y su relación con el ingreso, o Producto Interno Bruto (PIB) de la economía. A continuación explicaremos brevemente de dónde se deriva la identidad ahorro-inversión y cuál es la intuición que la rige.

Como es bien sabido, la ecuación macroeconómica básica establece que la oferta agregada de la economía, el ingreso que recibe el país, debe ser igual al gasto total en bienes y servicios realizado (la demanda agregada). Así, el ingreso generado por lo que una economía produce (PIB), incrementado en las compras que se realizan en el exterior (M), constituye la oferta total de bienes y servicios disponibles de un país. En equilibrio, dicha oferta

deber ser equivalente al consumo, incluyendo aquí el de bienes y servicios de los hogares (C) y el gasto del gobierno (G), más el gasto de inversión que realizan las empresas (I). En una economía abierta, a dicho consumo local debe añadirse el consumo que realizan los habitantes del “resto del mundo” al comprar nuestras exportaciones (X). Dicho equilibrio entre oferta agregada y demanda agregada global se puede resumir de la siguiente manera:

$$PIB + M = C + G + I + X$$

Ahora bien, el ahorro de la economía (S, público + privado) debe entenderse como la diferencia entre el ingreso generado dentro de la economía menos el consumo realizado por los hogares y el gasto del gobierno, lo cual equivale a:

$$S = PIB - C - G$$

Combinando estas identidades entre oferta = demanda, se llega a la conclusión que la inversión (deseada) debe contar con el ahorro necesario para financiarla, así:

$$S = I + \underbrace{(X - M)}_{\text{Cuenta corriente}} \longrightarrow I = S - \underbrace{(X - M)}_{\text{Cuenta corriente}}$$

En el caso de una economía abierta al comercio internacional, el ahorro puede provenir de dos fuentes. La primera se refiere a la acumulación de capital local y la segunda fuente puede provenir de capitales externos.

Por el lado de la inversión, se tiene que mayor ahorro local implicará la posibilidad de incrementar dicha inversión, pero también podrá apoyarse en financiamiento externo (en caso de un déficit en la balanza comercial externa).

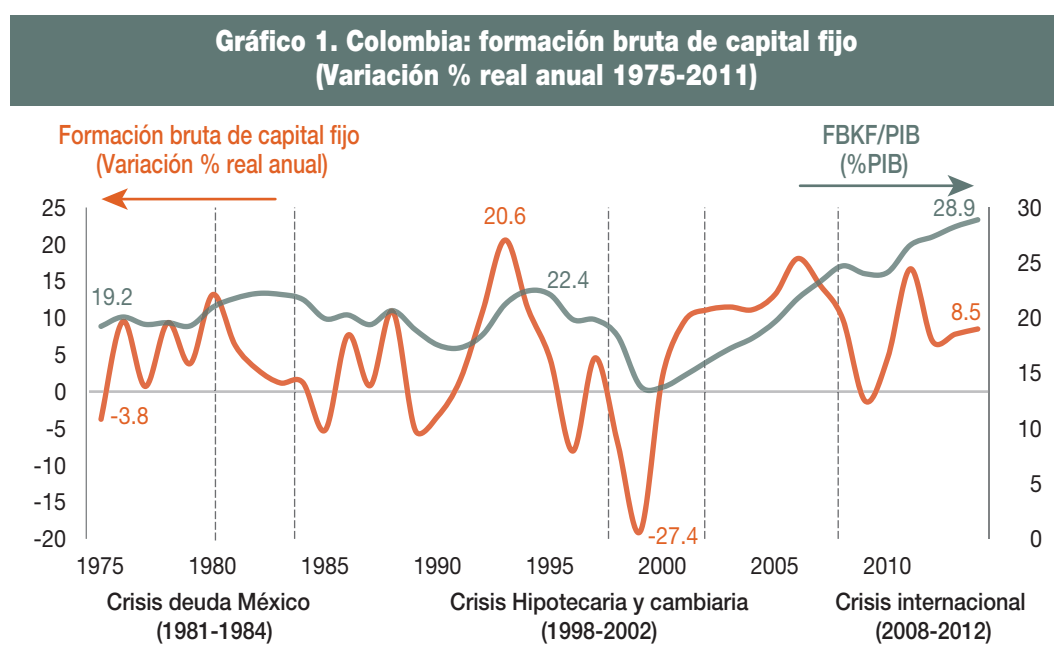
Ahora bien, estos flujos del sector real (inversión bajo la forma de capital físico y ahorro bajo la forma de “no consumo”) tan sólo pueden equilibrarse si existe un mercado de capitales que permita que los ahorradores entreguen sus “superávits” a los “inversionistas” deficitarios en recursos financieros. Las instituciones financieras (bancos, fondos de pensiones, fiduciarias) realizan precisamente la tarea de canalizar a través suyo esos recursos superavitarios (ahorro) hacia las unidades deficitarias (los inversionistas).

En términos dinámicos, una economía acelera su crecimiento hacia el futuro cuando logra incrementar la inversión, apalancando su crecimiento ($= \text{Inversión/PIB}$), y generando así mayor ahorro para alimentar nuevamente la cadena en años ve-

nideros. Cabe entonces preguntarse: ¿Cuáles son las posibilidades que tiene Colombia de apalancar dicha inversión y acelerar su crecimiento hacia el 5% o el 6% en el próximo quinquenio? ¿Qué papel debe cumplir el mercado de capitales, tanto local como internacional, para lograr que dicha inversión-deseada logre concretarse a través de proveer el ahorro requerido para ello? A continuación intentaremos responder estas preguntas.

2. Evolución de la inversión 1975-2012

Usualmente, la variable macroeconómica más estable es el consumo de los hogares, representando cerca de dos terceras partes del PIB-real, como es el caso de Colombia. En cambio, los componentes de inversión tienden a mostrar mayor volatilidad, según la fase del ciclo económico. Durante períodos de crisis, dicha inversión ha llegado a representar cifras tan bajas como el 15% o el 20% del PIB-real, mientras que en las épocas recientes de auge se ha ubicado entre un 25% o un 28% del Producto, ver gráfico 1.



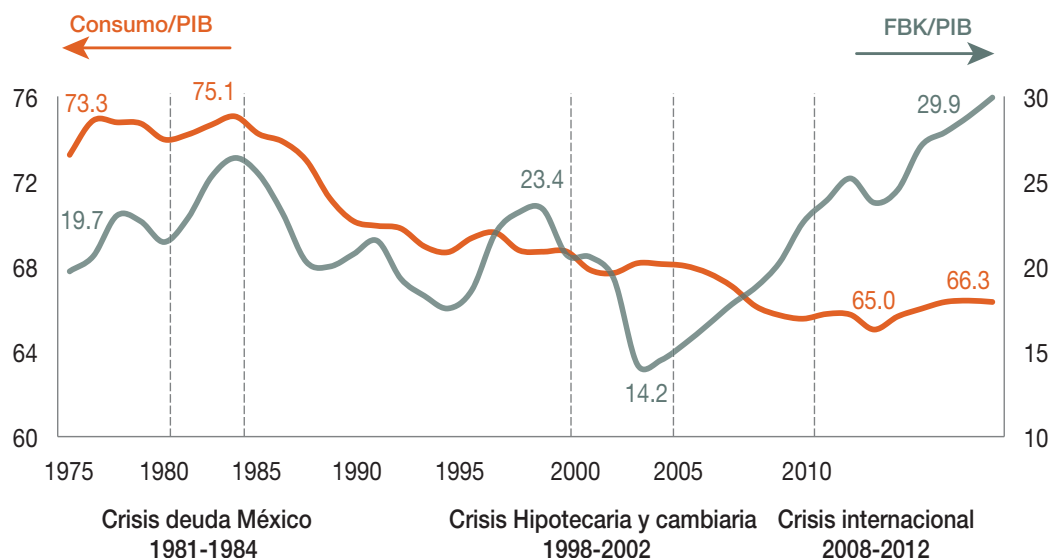
Como ya lo explicamos, en ello influyen no sólo elementos de decisiones de inversión, sino facilidades o dificultades provenientes del componente del ahorro local y externo. Puede ocurrir que los empresarios no quieran arriesgar en determinados proyectos, existiendo recursos financieros disponibles; o que queriendo hacerlo, por ejemplo, el país enfrente un “frenazo súbito” (sudden-stop) en el financiamiento externo por cuenta de una crisis internacional, tal como ocurrió durante la poscrisis de Lehman Brothers en 2008-2009, lo cual llevó a desacelerar nuestra economía de crecimientos del 7% a cifras cercanas al 2%.

Producto de diversas crisis internacionales, la inversión real de Colombia se vio fuertemente golpeada durante 1982-1984, 1989-1991, 1998-2001 y 2008-2009. Lo paradójico es que ello ocurrió sin que Colombia fuera una economía particularmente abierta, pues su relación (Exportaciones + Importaciones)/PIB ha promediado una cifra cercana al 36% en las últimas décadas, mientras que

economías verdaderamente abiertas al comercio internacional duplican dicho valor. Pues bien, ese freno a la inversión real ocurrió fundamentalmente a través de la brecha externa del ahorro, ya que al cerrarse las fuentes financieras del exterior, muchos proyectos de inversión no pudieron concretarse (Llano y Urrutia, 2012).

Por contraste, años previos con buena inversión real traen aparejada aceleración del PIB-real, tal como ocurrió en 2006-2011, salvo por el impacto negativo en 2009 de la crisis internacional. En efecto, parte del buen crecimiento de 2011 se apalancó en la inversión que creció cerca del 17% en dicho año. Para 2012-2014, se evidencia una desaceleración en la inversión, a tasas del 6.5%-9% anual, pero todavía manteniendo una relación Inversión/PIB cercana al 28%-30%. En todo caso, en los últimos años el crecimiento de la inversión ha logrado superar su crecimiento histórico promedio (10.7% anual en 2002-2011 vs. 4.6% en 1975-2011).

Gráfico 2. Participación del consumo de los hogares y la inversión en el PIB de Colombia: (1975-2011, % del PIB)



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

A nivel histórico (1975-2011) la relación Inversión/PIB muestra los siguientes ciclos, promediando un 21% del PIB: i) estabilización (1975-1995); ii) contracción (1995-2002) y iii) recuperación (2002-2011), ver gráfico 2. En efecto, durante 1975-1995 hubo relativa estabilidad cerca de la media histórica del 21%. No obstante, durante 1995-2002 se dio una fuerte contracción, resultado de la grave crisis local, cayendo a niveles del 15% en 2001.

El período 2003-2011 fue de rápida recuperación, alcanzando relaciones del 27%-28% del PIB, donde probablemente se estará nivelando durante 2012-2013. Si durante los años 2014-2015 el país logra acelerar sus inversiones en infraestructura, hablando de \$40 billones (6% del PIB de 2013) que están por adjudicarse próximamente, Colombia podría aspirar a continuar elevando dicho apalancamiento del sector real hacia el 30%. Concretar esta aspiración dependerá no sólo del ciclo económico global, sino de la pronta superación de serios cuellos de botella institucionales-legales, como los advertidos por la Comisión de Infraestructura (Comisión infraestructura-Fedesarrollo, 2012).

Como es obvio, estos ciclos económicos también afectan el consumo. El gráfico 2 ilustra la trayectoria del consumo, donde se observa que éste pasó de representar un 74% del PIB durante 1975-1980, épocas de muy baja inversión, a un 66% del PIB en años recientes, cuando repuntó dicha inversión a niveles del 28%. Por su parte, el gasto operativo del gobierno pasó del 7.4% del PIB en 1975 a un abultado 16% en 2011, en buena medida atribuible a las obligaciones contraídas a través de la Constitución de 1991 en los frentes de seguridad social. A su vez, las exportaciones pasaron de representar un 15.8% del PIB en 1975 a un 19% en 2011, con ganancias más bien tenues en materia de apertura comercial. Las importaciones, en cambio, marcaron un apertura más pronunciada al elevarse del 14% del PIB al 20.1% del PIB durante las últimas tres décadas.

Hacia el futuro cercano, el reto de Colombia consiste en mantener la dinámica de la inversión y hacerla sostenible para lograr acelerar el crecimiento potencial de nuestra economía hacia el 6% anual. ¿Cuáles son las condiciones iniciales y de sostenibilidad de dicha inversión para lograr dicha aceleración del crecimiento? A continuación pasaremos a responder este interrogante.

3. Modelo de capital incremental (ICOR)

Una vez hemos explicado el comportamiento histórico de la inversión, resulta importante entender las condiciones de inversión que permitirían acelerar nuestro crecimiento potencial. A continuación presentaremos los resultados de realizar simulaciones sobre la "relación incremental capital/Producto" (conocida como ICOR, por sus siglas en inglés) y su impacto sobre dicho crecimiento potencial. Para ello distinguiremos entre condiciones "iniciales" y condiciones de "sostenibilidad" bajo diversos escenarios de inversión. El ICOR es un indicador que mide el grado de apalancamiento que provee la inversión en capital fijo sobre el crecimiento del PIB-real hacia el mediano plazo (ver Anif 2012a).

Este análisis se basa en los modelos de brechas internas (ahorro-inversión), donde se deben cumplir: i) la condición (necesaria mas no suficiente) de inversión inicial; y ii) la condición de sostenibilidad para concretar dicho crecimiento sostenido, la cual se deriva del modelo ICOR.

La "condición inicial" demanda que la variación de la inversión en capital fijo (FBKF) real sea mayor que la tasa de crecimiento económico del PIB que se pretende alcanzar. Esto significa que aquellos períodos de bajo o nulo incremento en la inversión no cumplirán con esta condición básica para llegar a acelerar el crecimiento. La condición de "sostenibilidad" plantea que la inversión inicial sólo podrá garantizar un crecimiento económico sostenido si la propensión media a invertir (In-

versión/PIB) resulta por lo menos suficiente para compensar los cambios que este mayor apalancamiento genera sobre el ICOR, donde esta última variable es el inverso de la productividad.

Dado que valores bajos del ICOR reflejan un elevado apalancamiento de esa inversión, ello se manifestará en una aceleración del PIB-real. Por el contrario, un ICOR elevado indica que la economía tiene mucho capital fijo ocioso (bien porque éste muestra un retraso tecnológico o porque las inversiones recientes aún no han madurado lo suficiente) y ello se reflejará en lento crecimiento del PIB-real.

3.1 La “condición” inicial de inversión

Nuestro análisis histórico indica que “la condición inicial” de la inversión en capital fijo para crecer a tasas en el rango 4%-5% anual tan sólo se cumplió durante los periodos 1975-1980, 1992-1995, 2003-2007. En cambio, dicha condición no se logró satisfacer durante los periodos 1981-1987,

1988-1991, 1996-2002 y 2008-2010 (ver cuadro 1), creciendo entonces Colombia por debajo de ese rango 4%-5% anual.

En efecto, durante la década del ochenta la tasa de crecimiento de la inversión en capital fijo fue muy baja e incluso negativa en algunos años (-4.9% en 1988-1991). Posteriormente, en el período 1992-1995, la inversión se expandió al 23.4% anual, satisfaciendo el requisito antes mencionado, mientras que en 1996-2002 ésta se contrajo en cerca del -7%. En contraste, durante el ciclo de auge 2003-2007 la inversión creció al 14.2% anual, cumpliendo ampliamente la “condición inicial”. Sin embargo, con el estallido de la crisis internacional en 2007, el crecimiento de la inversión se desaceleró notablemente y en 2008-2010 tan sólo creció el 1.6%, nivel muy inferior al necesario para lograr expansiones del PIB del 4%-5%.

¿Qué cabe esperar para el futuro cercano en materia de cumplir o no “la condición inicial” de inversión? A continuación analizaremos el quin-

Cuadro 1. Condiciones de inversión para iniciar crecimientos del PIB de 4%- 5% real por período

(Cifras computadas sobre promedios móviles a tres años)

Períodos	Crecimiento de la Formación Bruta de Capital Fijo (1)	es (1) > 4% real?	es (1) > 5% real?
1975-1980	7.2	Si	Si
1981-1987	1.4	No	No
1988-1991	-4.9	No	No
1992-1995	23.4	Si	Si
1996-2002	-6.9	No	No
2003-2007	14.2	Si	Si
2008-2010	1.6	No	No
2011-2014 *	7.7	Si	Si

* Incluye las proyecciones de Anif 2013-2014.

Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

quenio 2011-2014. Tomando los valores conocidos de 2011 y 2012, vemos que este período se caracteriza por presentar un pico de inversión en 2011 (creciendo al 16.7% anual), pero seguido de una desaceleración en 2012, la cual se explica por la caída de la producción industrial, la lentitud en las obras civiles y el estancamiento de la minería. Durante los años 2013 y 2014, hemos pronosticado que dicha inversión crecería a tasas del 7.5%-8.5% anual. Así, el quinquenio 2011-2014 mostraría una inversión creciendo a ritmos promedio del 7.7% anual, lo cual indica que se cumple la condición inicial de inversión que permitiría que el PIB-real de Colombia continúe creciendo en el rango 4%-5% anual.

Nótese que aún bajo un escenario pesimista, con una desviación estándar del 1% en la FBKF frente al escenario base, dicha variable crecería al 6.7% y se estaría cumpliendo "la condición inicial" para lograr que el PIB-real crezca a ritmos del 4%-5% anual durante el período 2011-2014.

3.2 Condición de sostenibilidad de la inversión

Tal como se observa en el cuadro 2, Colombia tan sólo ha podido cumplir la condición de "sostenibilidad" del crecimiento a tasas quinquenales de al menos el 4% anual durante 1975-1980 y 1992-1995 y en ningún quinquenio del período 1975-2012 ha logrado sostener tasas superiores al 5% anual.

En términos históricos, a finales de la década del setenta, el ICOR registraba valores favorables (3.7), pero en los años ochenta dicho ICOR se incrementó hasta alcanzar un "pesado" 7.9, producto de los megaproyectos de la época (Plan de Integración Nacional, PIN), los cuales redujeron la productividad multifactorial del país (muchacha inversión que generó poco crecimiento). Este efecto fue contrarrestado por la apertura comercial de principios de los años noventa, reduciendo el ICOR a niveles cercanos a 4. Posteriormente, la crisis del período 1996-1999 reversó dichas ganancias

Cuadro 2. Condiciones de inversión para sostener crecimientos del PIB de 4% y 5% real por año

Períodos	Propensión media a invertir	Razón increm. Capital-Producto	4% real		5% real	
			Inversión requerida	Condición de sostenibilidad	Inversión requerida	Condición de sostenibilidad
	(I/Y)	ICOR	(2) x 4% real	(I/Y)>=(I/Y)r	(2) x 5% real	(I/Y)>=(I/Y)r
	(1)	(2)	(3)	(1)>=(3)?	(4)	(1)>=(4)?
1975-1980	15.8	3.7	15	Si	18.7	No
1981-1987	16.9	7.9	31.7	No	39.7	No
1988-1991	15.2	4.1	16.3	No	20.3	No
1992-1995	16.6	4.2	16.6	Si	20.8	No
1996-2002	17.3	9.0	36.0	No	45.0	No
2003-2007	18.6	4.7	18.7	No	23.4	No
2008-2010	23.8	7.6	30.3	No	37.9	No
2011-2014*	26.7	7.0	28.2	No	35.2	No

*Incluye las proyecciones de Anif 2013-2014.

Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

y llevó el ICOR a escalar nuevamente a niveles de 9 (baja productividad).

Durante 2003-2007, el auge internacional y local derivó en una considerable corrección del ICOR, alcanzando niveles satisfactorios de 4.7, debido principalmente a los importantes flujos de IED que se concentraron en mayor medida en el sector minero-energético. En este período también se destacaron otros factores que dinamizaron la inversión productiva, tales como el repunte de la construcción y la expansión de nuestras exportaciones hacia Estados Unidos, Venezuela y Ecuador.

Sin embargo, durante 2008-2010, el ICOR se incrementó nuevamente a 7.6, como resultado de la desaceleración de origen internacional. A pesar de lo anterior, la propensión media a invertir ascendió a un satisfactorio 23.8%. Empero, ello resultó insuficiente para sostener crecimientos del PIB-real a tasas superiores al 4% anual. Haber crecido a tasas superiores al 5% anual hubiera requerido llevar la relación Inversión/ PIB al rango 30%-32%.

Para el período 2011-2014, la sostenibilidad del crecimiento a tasas del 4% anual (quinquenal) sólo se lograría bajo un escenario optimista (ICOR de 6.5). Nótese que ello requeriría que la relación Inversión/PIB se elevara a la franja 30%-32% del PIB y/o que la productividad se elevara (representada por niveles de ICOR que descendieran a niveles de 6.7).

¿Cómo podría Colombia alcanzar crecimientos sostenidos del 5% anual por quinquenios? Para alcanzar dicha meta, la inversión tendría que crecer a ritmos no inferiores al 10% anual, llegando a una relación Inversión/PIB del 32%-34% del PIB, lo cual luce hoy distante frente a una relación actual del 28%.

En síntesis, el análisis del modelo ICOR permite establecer que los crecimientos en la formación bruta de capital físico en Colombia, en algunos

lapsos del período 1975-2011, han garantizado crecimientos sostenidos a ritmos del 4% anual (por quinquenios), pero nunca hemos logrado ritmos del 5% anual (por quinquenios). Nuestros ejercicios prospectivos para el período 2011-2014 indican que Colombia seguramente seguirá creciendo a tasas históricas del 4% anual, pues para llegar a tasas del 5% anual (por quinquenios) se requerirían crecimientos en la inversión del orden del 10% anual frente a un histórico de sólo el 4.7% anual. Dicho de otra manera, la relación Inversión/ PIB debe poderse elevar del actual 28% hacia no menos de un 32% para lograr crecer a tasas del 5% anual por quinquenios. Esto último sólo será posible en la medida en que el país avance de forma decidida en la dotación de la infraestructura requerida para enfrentar los TLCs y así aprovechar esa oportunidad de apertura comercial con la competitividad que ello exige (ver Anif, 2012b).

3.3 ¿Cuánto tiempo toma duplicar el ingreso per cápita de los colombianos?

Si bien podría parecernos que la diferencia entre tener crecimientos del 4%, el 5% o el 6% anual no es significativa, cuando dichas diferencias se acumulan por décadas se generan implicaciones sobre el bienestar económico de los países. Por ejemplo, si la economía colombiana continúa creciendo sólo a ritmos del 4% anual, nos tomará unos 18 años llegar a duplicar el ingreso real per cápita, suponiendo que la población crece a ritmos del 2.2% anual. En cambio, si aceleramos dicho crecimiento al 5% anual, dicha duplicación del ingreso real per cápita ocurriría cada 14 años. Y si logramos crecer al anhelado 6% anual, entonces esa mejoría ocurriría cada 12 años.

Como es sabido, América Latina presenta un rezago sustancial en materia de desarrollo, especialmente cuando se compara con el sureste asiático. Tomemos tan sólo tres indicadores clave. La pobreza absoluta en América Latina era del 44% en 2001 y se redujo al 29% en 2011, mien-

tras que en China (el país que más crece en Asia) era del 35.6% en 1999 y se redujo al 13.1% diez años después (una ganancia de 22.5pps en China frente a la ganancia de 15pps en América Latina). El índice de desigualdad en ingresos en América Latina era de 0.53 (medido a través del Gini) y se redujo a 0.49 durante 2001-2011, mientras que en China cayó de 0.49 en 2003-2008 a 0.474 en 2012. Por último, la expansión del PIB-real per cápita en América Latina ha sido tan sólo del 2.5% anual en la última década vs. el 4.7% observado en el sureste asiático.

Asia se ha ido desarrollando por "oleadas". Primero fue Japón, después los llamados Nuevos Países Industrializados (NICS, incluyendo Corea del Sur, Taiwán, Hong Kong y Singapur). Más recientemente los nuevos tigres (MIT: Malasia, Indonesia y Tailandia) y, por último, China y Vietnam, los de mayor dinamismo reciente. Todos ellos han sido capaces de incrementar sus PIBs per cápita a tasas superiores al 5% real por año, duplicando así sus ingresos cada 14 años (en promedio). En cambio, América Latina apenas ha logrado expandir su PIB per cápita a ritmos del 2.5% real anual, durante la última década, lo cual implica tener que esperar unos 30 años antes de duplicar sus ingresos.

Por su parte, Colombia incrementó su PIB per cápita a ritmos del 2.4% real anual durante 1965-1996, duplicando su ingreso cada 30 años. Los años 1997-2002 fueron difíciles por cuenta de la crisis internacional y de nuestra crisis hipotecaria, reduciendo dicha expansión per cápita a tasas del -0.7% real por año. Durante la última década, 2002-2012, ese crecimiento del ingreso per cápita fue del 2.8% anual, implicando una duplicación en el horizonte de 25 años, muy similar a la del promedio histórico del período 1965-2012.

Cabe recordar que Japón fue el primero en incluirse en el "club del desarrollo". Luego de la derrota en la Segunda Guerra Mundial, registró crecimientos del PIB per cápita que llegaron al

3.7% entre 1965 y 1996 (ver cuadro 3). Esto ha permitido que los japoneses dupliquen su ingreso cada 19 años. Más recientemente estas tasas de crecimiento han disminuido a sólo el 1.4% (2000-2008), experimentando estancamiento en su productividad (0.1% anual) y una difícil situación de deflación y crisis financiera.

Posteriormente, los tigres asiáticos de los años sesenta (NICs), Corea del Sur, Taiwán, Singapur y Hong Kong, registraron crecimientos del PIB per cápita del 6.7% en 1965-1996, logrando duplicar su ingreso cada 11 años (ver cuadro 3). Así, las últimas generaciones de estos países han visto multiplicar cuatro veces su ingreso recientemente. Varios de ellos optaron por movimientos autocráticos, apoyados por Inversión Extranjera Directa (IED), donde la alta escolaridad y una homogénea distribución del ingreso ayudaron a impulsar el crecimiento.

Los nuevos tigres (MIT: Malasia, Indonesia y Tailandia) crecieron dinámicamente durante la década de los años setenta. En la década del noventa (precrisis), su ingreso per cápita se duplicaba cada 10.5 años, al crecer a tasas del 6.8% anual. Como el grupo anterior, estos MIT desacelerarían su crecimiento después de la crisis de finales de siglo, pero mantuvieron tasas de crecimiento del PIB per cápita del 3.7% anual.

China y Vietnam han sido los líderes recientes. En la década del noventa, su ingreso per cápita crecía a tasas del 7.7% anual, duplicándolo cada 10 años. En 2000-2008, inclusive se aceleraron al 7.8%. China, en particular, ha hecho que su PIB per cápita crezca a tasas del 9.3%-9.6%, logrando duplicar su ingreso cada 7-8 años. A ese paso la actual generación china verá multiplicar su ingreso por 6 en toda su vida laboral (40 años). Nótese que los MIT y estos últimos países partieron de condiciones diferentes a los anteriores "milagros" del crecimiento. Allí no hubo gran IED, ni autocracia, ni distribución del ingreso homogénea.

Cuadro 3. Desempeño económico: Sudeste Asiático vs. América Latina (1965 - 2012)

Crecimiento real per cápita (%)

(País / período de despegue) 1965 -96	Promedio anual observado real	Años para duplicar el ingreso 1990 -96	Promedio anual observado real	Años para duplicar el ingreso 2000 -08	Promedio anual observado 1997-1999 el ingreso real	Años para duplicar el ingreso 2009 -12***	Promedio anual observado real	Años para duplicar el ingreso observado 1965 -2012	Promedio histórico anual el ingreso real	Años para duplicar USD****	PIB per cápita		
I. Japón	3.7	19	2.0	35.7	-0.4	NA	1.4	49.9	0.2	346.9	2.5	28.1	46.896
II. Los cuatros 'tigres' princ.1960s)	6.7	10.7	6.1	11.7	2.2	32.5	3.9	18.1	2.7	26.0	5.5	12.9	35.517
Corea del Sur	7.8	9.2	6.8	10.5	1.6	43.1	4.3	16.5	2.7	26.0	6.2	11.5	23.021
Taiwan	6.2	11.6	5.4	13.2	6.2	11.4	*	*	*	*	*	*	*
Singapur (Ciudad-estado)	6.6	10.9	7.5	9.6	2.1	32.6	3.2	22.0	3.3	21.3	5.5	12.9	49.271
Hong Kong (Ciudad-estado)	6.3	11.4	4.7	15.2	-1.4	NA	4.3	16.5	2.1	33.4	4.9	14.5	34.259
III. Los 'nuevos tigres' (princ. 1970s)	5.1	13.9	6.8	10.5	-2.5	NA	3.7	19.1	3.0	23.4	4.4	16.1	6.330
Indonesia	4.8	14.8	6.3	11.4	-3.9	NA	3.8	18.6	4.3	16.5	4.2	16.8	3.512
Malasia	4.6	15.3	6.5	11.1	-0.5	NA	3.5	20.1	2.4	29.2	4.1	17.3	10.085
Tailandia	5.9	12.1	7.7	9.3	-3.1	NA	3.8	18.6	2.3	30.5	4.9	14.5	5.395
IV. Mejores desempeños recientes	5.8	12.4	7.7	10.0	6.0	12.0	7.8	9.7	6.6	10.8	6.5	11.0	3.395
China (desde 1979)	6.3	11.3	9.6	7.6	7.2	10.0	9.3	7.8	8.7	8.3	7.5	9.6	5.417
Vietnam (desde 1979)	5.3	13.5	5.8	12.3	4.7	15.0	6.2	11.5	4.5	15.7	5.4	13.2	1.374
V. Latinoamérica	1.8	38.8	1.0	70.0	1.1	63.4	2.3	30.5	2.9	24.2	2.5	28.1	8.575
Chile (desde 1984)	2.0 / 5.5**	27.0 / 12.9**	6.2	11.6	1.7	42.4	3.1	22.7	3.1	22.7	2.8/4.7**	25.1/15.0**	14.403
Colombia	2.4	29.3	2.0	35	-1.8	NA	2.8	25.1	2.7	26.0	2.2	31.9	7.114

NA: No Aplica. No es posible hacer el cálculo.

* Taiwan ahora está incluido en las cifras de China.

** Algunos datos de Chile se presentan como rangos

*** Algunos datos de 2012 son proyecciones.

****Último dato observado

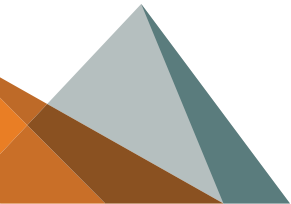
Fuente: cálculos Anif con base en Banco Mundial, FMI y Clavijo (1998).

En cambio, el ingreso per cápita en América Latina apenas se elevó al 1.8% anual durante 1965-1996 (ver cuadro 3), tomándonos casi 40 años su duplicación (toda una vida laboral). En la década del noventa, aún a Chile le costaba duplicar su ingreso casi 27 años. Más recientemente, en el período pos-Lehman Brothers (2008-2012), se ha observado una expansión del PIB per cápita del 4.7% anual en Asia, permitiendo una duplicación de su ingreso cada 15 años, mientras que en América Latina ha crecido el PIB per cápita a tasas del 2.5% por año, teniendo que aguardar 28 años antes de dicha duplicación del ingreso.

Colombia ha superado ligeramente el promedio de la región. Entre 1965-1996, su PIB per cápita creció un 2.4% anual, duplicando su ingreso cada 29 años. Esta cifra apenas mejoró a cada 25 años durante la última década, pese al gran auge de 2003-2007. Durante el período 2008-2012, el desempeño no ha sido significativamente diferente, pues el PIB per cápita creció al 2.9% anual, implicando una duplicación sólo después de 24 años.

¿Cuáles son las razones de este estancamiento estructural frente a Asia? Son múltiples: violencia, menor escolaridad, mala distribución del ingreso, falta de infraestructura, todo lo cual se refleja en baja Productividad Total de los Factores (PTF). La PTF de Colombia tan sólo creció a ritmos del 0.3% anual durante 1960-1994 y sólo se elevó al 1% anual durante 2005-2012. En cambio, la PTF de Corea del Sur creció a ritmos del 2.9% anual durante 2005-2012, en China al 2.9%, Indonesia al 2.5% y Malasia al 2.1%.

El modelo minero-energético en el que se ha enfrascado Colombia, durante 2005-2014, hace más urgentes las reformas estructurales (laboral, pensional y de infraestructura) para ganar competitividad nuevamente en el agro y la industria, pues una reversión en los términos de intercambio podría restarnos potencial de crecimiento. De los logros en infraestructura y educación dependerán las ganancias en competitividad y las posibilidades de acortar los tiempos de duplicación del ingreso para las nuevas generaciones.



III. FUENTES DE AHORRO EN COLOMBIA

Una vez que hemos discutido los requerimientos de inversión, para asegurar determinado apalancamiento sobre el PIB-real, ahora nos queda por examinar el ahorro y la composición de esa oferta de recursos financieros, locales e internacionales, los cuales permitirán equilibrar dicha inversión (deseada) con el ahorro disponible.

Las fuentes de ahorro en Colombia han tenido un gran cambio en los últimos años. Durante los años ochenta, cerca del 100% del ahorro disponible local se concentraba en fuentes tradicionales de corto plazo, tales como los medios de pago ampliados (efectivo, cuentas corrientes, cuentas de ahorro, CDTs, bonos financieros, depósitos a la vista, depósitos fiduciarios, repos y cédulas). El papel del mercado de capitales era mínimo entonces. Actualmente, dichos medios de pago ampliados tan sólo representan el 31% del ahorro local, mientras que las fuentes de largo plazo (incluyendo los fondos de pensiones-cesantías, fiduciarias, el mercado accionario y de bonos privados) aportan el 69% restante. Como veremos, al interior del mercado de capitales, los instrumentos de renta variable y renta fija locales también han ido alargando su "duración media" y ampliando el menú de opciones.

A continuación analizaremos estos desarrollos recientes de las fuentes de ahorro y sus perspectivas de mediano plazo.

1. Fuentes tradicionales de ahorro: M3 ampliado

La historia monetaria en Colombia muestra que, antes de los años setenta, la demanda por dinero

se focalizaba en elementos "transaccionales", tales como el M1 (= efectivo + depósitos en cuentas corrientes). No obstante, durante los años setenta y ochenta se fueron presentando diversas "innovaciones financieras" (Clavijo, 1987) que fueron ampliando el espectro de los llamados "cuasidineros" y del ahorro (propiamente dicho). Aun así, el sistema financiero de Colombia estaba sobrerregulado (Urrutia, 2002) y se manejaban sistemas de minidevaluaciones, donde la brecha externa ocasionaba serios sobresaltos macroeconómicos. En aquel entonces no existían mayores fuentes de ahorro y la elevada inflación (24% en promedio) impedía extender el horizonte de los instrumentos de ahorro hacia el mediano y largo plazo.

Durante los años ochenta, la relación Efectivo/PIB promedió un 3.5% y la relación Cuentas Corrientes/PIB un 5.3%. Así, la relación M1 (= efectivo + cuentas corrientes)/PIB promedió un 8.8%. Para entonces, ya se había dado algo de desarrollo de los cuasidineros, llegando a promediar un 14% del PIB. Casi un 50% de dichos cuasidineros correspondía a las cuentas de ahorro, promovidas a través del sistema UPAC (con retornos indexados a la inflación), y el otro 50% estaba representado por los CDTs, con horizontes de ahorro a menos de un año (en su mayoría). De esta manera, el agregado monetario M3 (= M1 + cuasidineros) ascendía a un 24% del PIB al finalizar la década de los años ochenta.

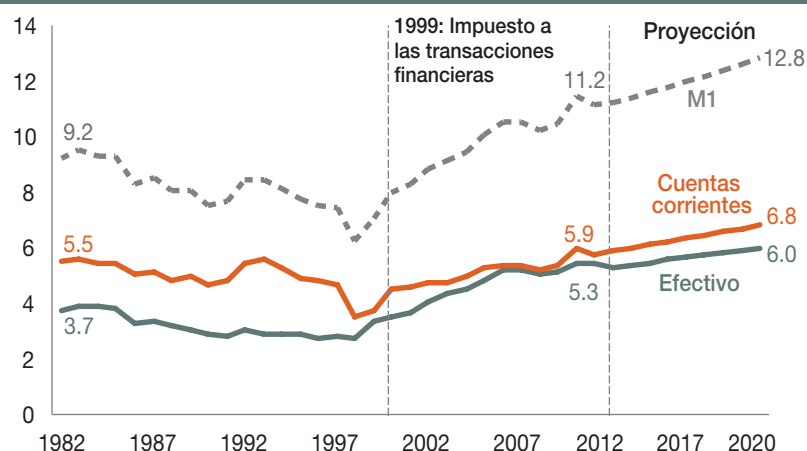
En los años noventa se dieron cambios financieros estructurales que mejoraron la dinámica del ahorro-inversión en Colombia. Primero, se inició

un proceso de apertura comercial y frente a los mercados financieros internacionales. Segundo, se crearon los fondos privados de pensiones (Ley 100 de 1993), lo cual habría de facilitar la disponibilidad de ahorro a largo plazo. Y, tercero, la independencia del Banco de la República permitiría reducir la inflación, llevándola a un dígito a principios de 2000, con lo cual se facilitó la extensión de plazos de los instrumentos financieros y la reducción de las tasas de interés.

Como resultado de lo anterior, la relación Cuentas Corrientes/PIB se estabilizó en el rango 5.5%-6% del PIB (ver gráfico 3). Sin embargo, la adopción del Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF), en 1999, elevó la relación Efectivo/PIB, la cual pasó de un 2.9% en los años noventa al 5.3% en 2012, drenando así el multiplicador monetario y las posibilidades de expansión crediticia. Curiosamente, la relación M1/PIB se terminó elevando nuevamente del 8% hacia el 11% como resultado de la desintermediación bancaria generada por el ITF y el uso intensivo del efectivo, para eludir un elevado impuesto que arrancó a tasas del 0.2% y que se “perpetuó” a tasas del 0.4% por más de una década. Ahora la Ley 1430 de 2010 ha aprobado su desmonte gradual durante 2014-2018.

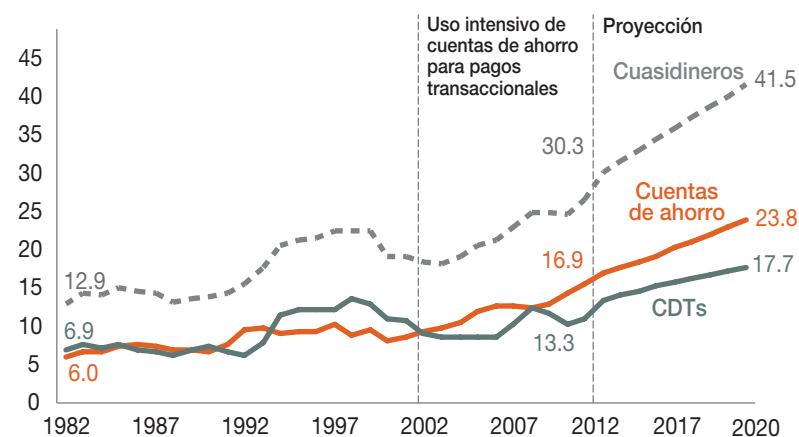
Los cuasidineros (cuentas de ahorro + CDTs) se han elevado con relación al PIB, pasando del 14% del PIB en 1990 al 19% en 2000 y del 27% en 2011 al 30% en 2012 (ver gráfico 4). Gracias a ello, la profundización financiera por el lado pasivo del balance, medido como M3 (= M1 + cuasidineros + otros pasivos) / PIB, se incrementó del 23% en 1990 al 42% en 2011 y a casi el 46% en 2012.

Gráfico 3. M1: efectivo + depósitos en cuentas corrientes (% del PIB)



Fuente: cálculos Anif con base en Banco de la República.

Gráfico 4. Cuasidineros: cuentas de ahorro + CDTs (% del PIB)



Fuente: cálculos Anif con base en Banco de la República.

Claramente, el elemento más dinámico han sido las cuentas de ahorro, elevándose respecto al PIB del 7% en 1990 al 8% en 2000 y al 17% en 2012. Ello se explica por: i) los mayores pagos de nómina a través de dichas cuentas de ahorro; ii) los pagos de programas de asistencia social; y iii) los beneficios de la exención tributaria del ITF (hasta por \$9.1 millones/mes en 2012).

Entre tanto, la relación CDTs/PIB pasó de un 7% en 1990 al 11% en 2000 y al 13% en 2012. Este relativo estancamiento de los CDTs ha tenido que ver con la fuerte competencia que han mostrado otros instrumentos similares, como es el caso de los fondos de pensiones y la emisión de bonos corporativos.

Así, la relación M2/PIB pasó del 22% del PIB en 1982 al 41% del PIB en 2012, donde su crecimiento

se explica por el aumento de dichos cuasidineros (ver gráfico 5).

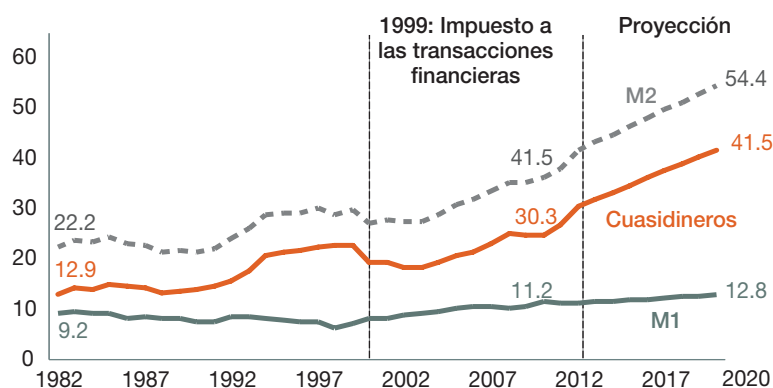
Hacia el mediano plazo (2013-2020), creemos que la evolución de dichos agregados monetarios estará determinada por: i) el desmonte gradual del ITF durante 2014-2018 (según Ley 1430 de 2010); y ii) la dinámica del crecimiento del PIB-real, que como explicamos en la sección anterior estará cerca del 4% anual en promedio. De esta manera, la relación M3/PIB se irá profundizando a razón de unos 2pps por año, pasando del actual 46% hacia el 62% en 2020. Nótese que esta cifra aún estaría por debajo del 95% que registra actualmente Chile en esa relación.

Sin embargo, cabe destacar un avance algo heterogéneo en sus componentes. Por ejemplo, M1 seguirá con su tendencia actual, pasando del 11% del PIB en 2013 a cerca del 13% del PIB en 2020. Ello es el resultado de suponer que el desmonte del ITF impulsará ligeramente el multiplicador monetario, creciendo las cuentas corrientes a tasas del 6.1% real por año frente al histórico del 4.8% anual, al tiempo que el efectivo crecería al 5.8% real frente a un histórico del 5.6% real anual.

En cambio, los cuasidineros crecerían a un ritmo promedio anual del 9.8% real durante 2003-2020 frente a un crecimiento histórico promedio del 7.4%, lo cual elevaría su relación respecto al PIB del actual 30% del PIB al 42% en 2020 (ver gráfico 5). En particular, las cuentas de ahorro aumentarían del 17% al 24% del PIB, mientras que los CDTs pasarían del 13% al 18% del PIB en ese mismo lapso (ver gráfico 4).

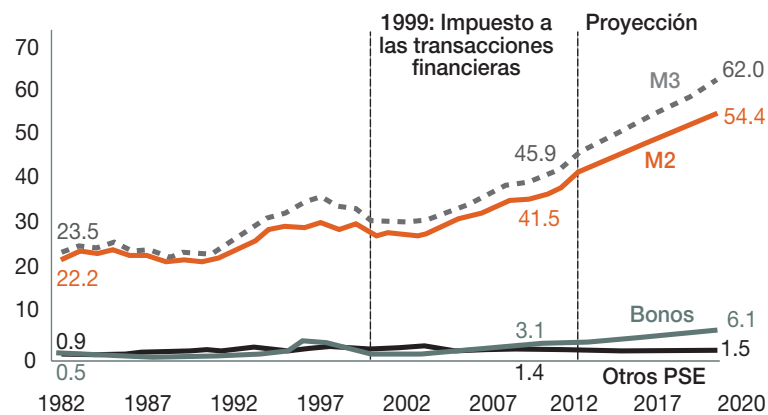
El stock de bonos emitidos por las instituciones financieras pasarían del 3% al 6% del PIB, mientras que los otros pasivos sujetos a encaje (repos, depósitos a la vista,

Gráfico 5. Evolución de M2: M1 + cuasidineros (% del PIB)

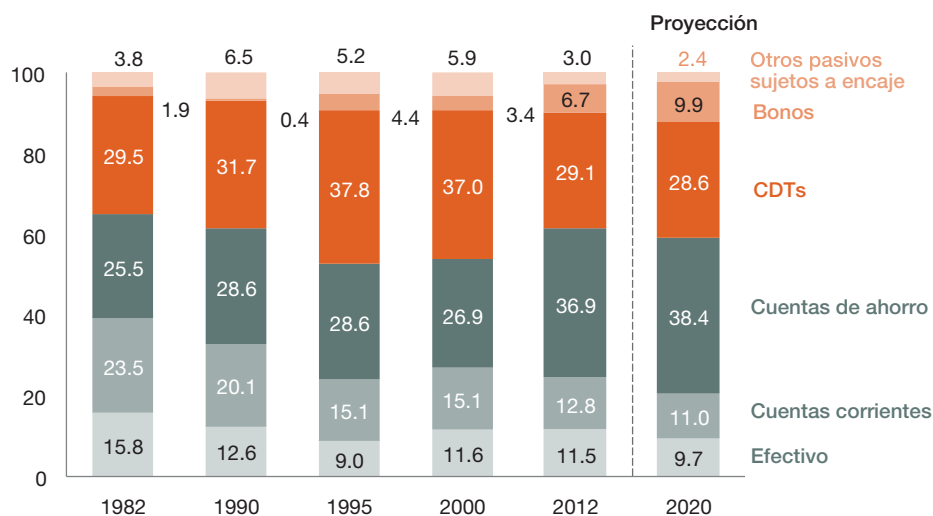


Fuente: cálculos Anif con base en Banco de la República.

Gráfico 6. Evolución de M3: M2 + bonos y otros pasivos sujetos a encaje (% del PIB)



Fuente: cálculos Anif con base en Banco de la República.

Gráfico 7. Composición de M3 (% del total)

Fuente: cálculos Anif con base en Banco de la República.

depósitos fiduciarios y cédulas) mantendrán su baja participación como fuente de ahorro financiero (un 1.5% del PIB en 2020), ver gráfico 6.

Nótese que, debido a este gran dinamismo de los cuasidineros, la relación M1/M3 estaría descendiendo del 33% en 1990 a sólo el 24% en 2012 y al 21% en 2020. La relación cuasidineros/M3 se mantendría en un 67% en 2012-2020, donde un 38% sería explicado por las cuentas de ahorro y un 29% por los CDTs (ver gráfico 7).

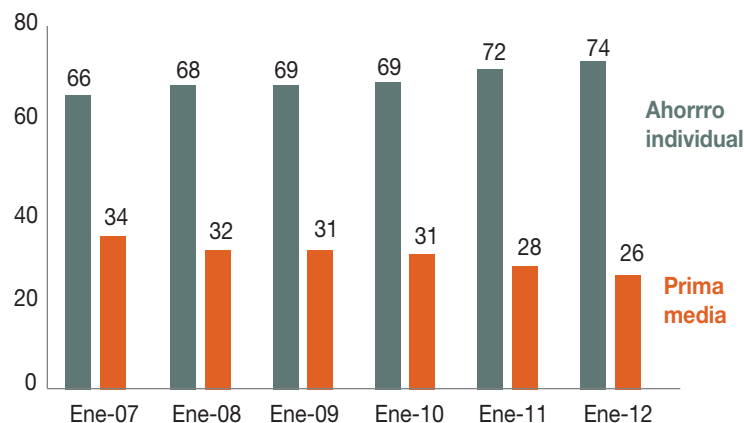
2. Fondos de pensiones y cesantías

La Ley 100 de 1993 creó las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs), las cuales se fundamentan en el Régimen de Ahorro Individual (RAIS). De esta manera se creó un sistema dual que "compite" con el Régimen de Prima Media (RPM) que venía operando desde 1946, hoy administrado por Colpensiones (entidad pública). Dado que el RPM se trata de un sistema de "reparto simple", donde se han fijado las mesadas pensionales con base en criterios poblacionales y no financieros, allí se generan cuantiosos déficits pensionales que

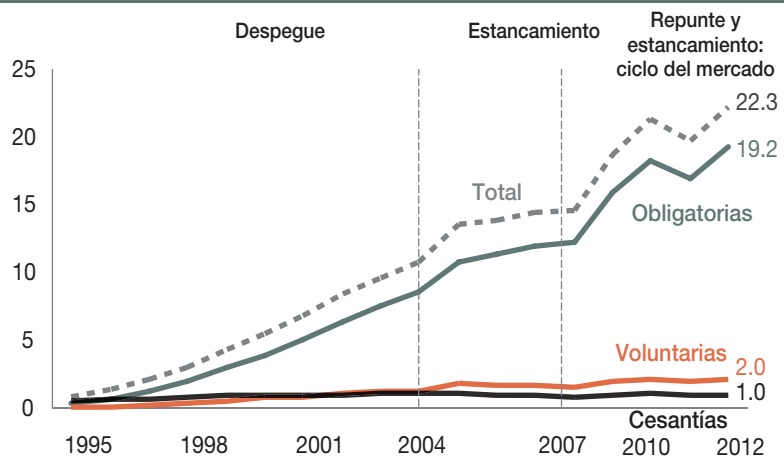
el gobierno debe cubrir con base en la tributación general. En contraste, el RAIS tiene la virtud financiera de no producir faltantes fiscales, pues las mesadas pensionales futuras corresponderán al cúmulo de los aportes y los retornos de dichos portafolios, donde opera la "magia" del interés compuesto (ver Anif, 2009a).

Las cifras muestran que en los últimos años el número de participantes activos en el régimen de ahorro individual se incrementó, pasando del 66% del total de los cotizantes activos en 2007 al 74% en 2012. Paralelamente, el número de cotizantes activos en el RPM disminuyó del 34% al 26% en el mismo período (ver gráfico 8). El total del sistema contaba con 17.9 millones de afiliados al cierre del 2012, de los cuales 7.7 millones estaban cotizando activamente al sistema. Esto refleja que sólo un 33% de la PEA estaba "construyendo" una pensión al cierre de 2012.

A pesar de esa baja participación de contribuyentes activos, el RAIS ha generado importantes recursos de ahorro en Colombia, que hoy totalizan casi un 22% del PIB, donde los Fondos de

Gráfico 8. Número de cotizantes activos de acuerdo con el tipo de régimen (% del total)

Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

Gráfico 9. Ahorro pensional en Colombia: 1997-2012 (% PIB)

Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera y Dane.

Pensiones Obligatorias (FPOs) aportan el 19% del PIB, los fondos voluntarios un 2% del PIB y las cesantías el remanente 1% del PIB (ver gráfico 9).

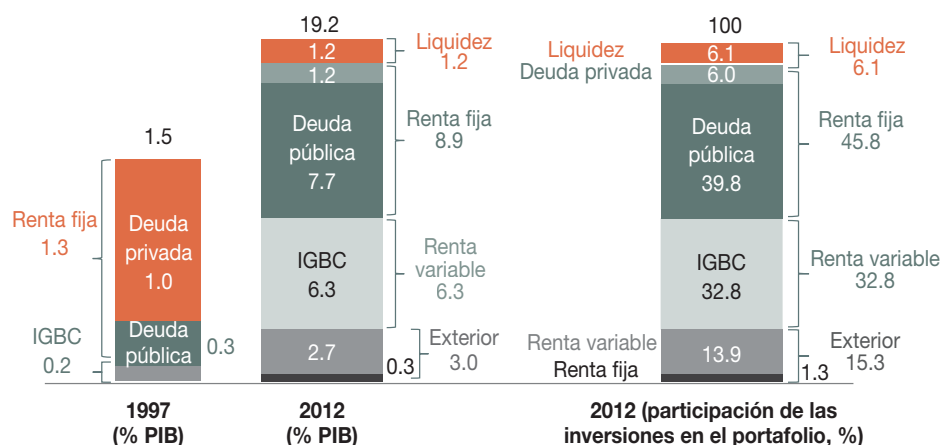
Los FPOs representaban tan sólo un 1.5% del PIB en 1997, donde el 88% estaba invertido en renta fija (1.3% del PIB) y el restante 12% en renta variable (0.2% del PIB). Para finales de 2012,

la renta variable local se había incrementado a cerca del 33% del total del portafolio y la renta variable del exterior a un 14%, mientras que la inversión en títulos de renta fija pública se había reducido a cerca del 40% (ver gráfico 10). Sin embargo, debido a problemas de elevada informalidad y a la existencia del RPM, esta cifra del 19% del PIB todavía era significativamente inferior al 54% del PIB que habían alcanzado dichos FPOs en Chile tras sus primeros 20 años de operaciones (en 2001). Actualmente, Chile muestra portafolios en sus FPOs del orden del 60% del PIB, tras 30 años de operación, cifra que difícilmente Colombia podrá emular cuando complete sus 30 años de operación a la altura del año 2020.

Antes de la Ley 1328 de 2009, sobre multifondos, las diferentes AFPs intentaban optimizar el manejo de sus portafolios con criterios de diversificación de mercado, distinguiendo renta fija de renta variable, el corto plazo del largo plazo, los mercados maduros de los emergentes, etc., (ver Anif, 2008a). Cada AFP manejaba, en su interior, los fondos con criterios iguales para cada afiliado, independientemente de su edad.

Con el fin de mejorar los retornos que ofrecen las AFPs a los portafolios del RAIS y combatir la "reversión" del RAIS hacia el sistema público del RPM, Colombia se sumó a Chile, México y Perú en la adopción de los llamados multifondos o portafolios generacionales, mediante la Ley 1328 de 2009. La idea central fue aprovechar la explotación del llamado Beta Financiero (= Retorno/Riesgo), de tal manera que los portafolios de los jóvenes logren moverse hacia la "frontera eficiente", tomando un poco más de riesgo para buscar mejores tasas de reemplazo a la hora de la

Gráfico 10. Portafolio de las Administradoras de Fondos de Pensiones (a diciembre de 2012)



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

vejez. En el caso de quienes se van acercando a la fecha de su pensión (57/62 años Mujeres/Hombres a partir de 2014), dichos multifondos irán tomando menores riesgos en sus portafolios, para asegurar así los capitales ya ahorrados y garantizar sus “rentas vitalicias”. Estos criterios generacionales para administrar de mejor manera los fondos privados han sido reglamentados mediante los Decretos 2373, 2949 y 2955 de 2010; Decreto 857 de 2011; y Decreto 709 de 2012 (Anif, 2013a).

Históricamente los fondos de pensiones han presentado altos niveles de retorno, con un nivel promedio del 12% real anual entre 1995-2012 (ver gráfico 11). Esta rentabilidad ha estado dirigida por unos portafolios de inversión guiados por la renta variable local (donde el IGBC rentó un 27.9% real anual entre 2002 y 2012) y la renta fija pública (TES) que rentó hasta el 5.5% real anual en ese mismo período. Sin embargo, los fondos de cesantías, al moverse hacia portafolios de corto plazo para enfrentar su continuo drenaje, han experimentado caídas en sus retornos (ver gráfico 11).

Actualmente, el régimen de inversión para los FPOs está constituido por tres portafolios activos

(conservador, moderado y agresivo) y uno pasivo (retiro programado para manejo de los recursos de los ya pensionados). En cada uno de éstos, se fijan límites de inversión en instrumentos de renta fija y variable, acotando el riesgo que pueden asumir los cotizantes según su edad.

El fondo conservador busca que los aportantes con edades cercanas a pensionarse (más de 45 años) asuman menos riesgo y asigna a la renta variable hasta un máximo del 15% a nivel local y un máximo del 20% a nivel externo, ver cuadro 4. En el portafolio moderado se ubican los cotizantes en edad media (entre 40 y 45 años) y también se asignan allí los portafolios de aquellos que no manifiestan explícitamente sus preferencias generacionales (es entonces el portafolio de “no escogencia”). Este fondo moderado acepta renta variable hasta un 35% de sus portafolios a nivel local y un 45% a nivel externo. Por último, está el fondo agresivo, diseñado para ahorradores jóvenes, quienes pueden invertir en renta variable hasta un 45% en fondos internos y/o hasta un 70% en renta variable externa.

La experiencia de Chile y Perú indica que los multifondos generan importantes externalidades

Gráfico 11. Rentabilidad observada y mínima

Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera y Asofondos.

positivas sobre el mercado de capitales, a saber: i) incentivan la participación del cotizante en la administración de los recursos de su retiro; ii) implican la búsqueda de mayor eficiencia por parte de las AFPs; y iii) canalizan el ahorro nacional hacia proyectos de largo plazo con “betas” más altos (FIAP, 2007), (Anif, 2009b).

Tras 23 meses de operación de los multifondos, tan sólo un 2% de los cotizantes ha escogido explí-

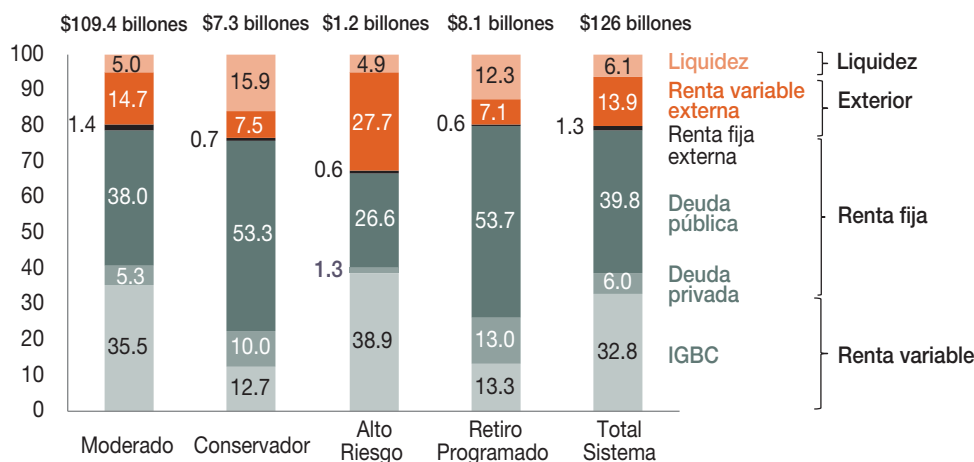
citamente sus preferencias generacionales, cerca del 90% del valor de los FPOs ha tenido que ser asignado al “portafolio de no escogencia” (*default*) o fondo moderado. Dicho portafolio concentra un 45% en renta fija (un 38% en deuda pública, un 5.3% en deuda privada y un 1.4% en renta fija externa). Un 50% se invierte en renta variable, donde el 5.3% corresponde a la local y el 14.7% a la externa. El restante 5% se invierte en liquidez (depósitos a término), ver gráfico 12. Tan sólo un

Cuadro 4. Límite porcentual de inversión en fondos de pensiones obligatorias (% del total)

	Tipo de fondo			
	Conservador	Moderado	Mayor riesgo	Retiro programado
Deuda pública	50 (sumados los activos de todos los fondos)			
Renta variable local	15	35	45	15
Renta variable externa	20	45	70	20

Fuente: elaboración Anif con base en Superintendencia Financiera.

Gráfico 12. Portafolio de los Fondos de Pensiones Obligatorias en Colombia (% total del fondo, diciembre 2012)



Fuente: Elaboración Anif con base en Superintendencia Financiera.

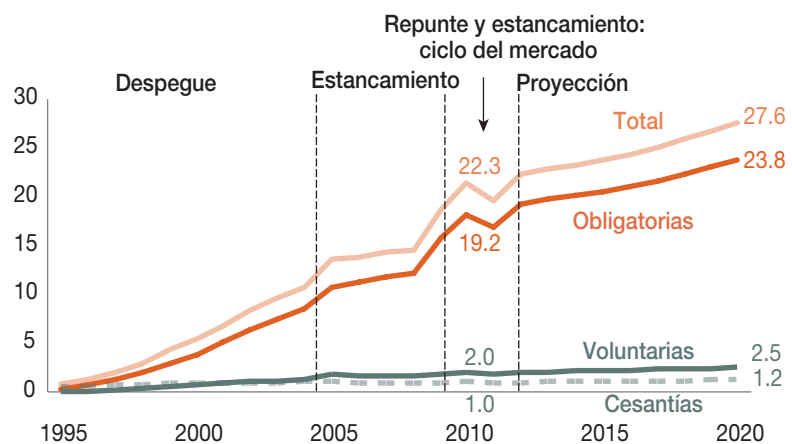
6% del total de los FPOs está en el fondo conservador, donde un 64% de sus inversiones está en renta fija (un 53.3% en deuda pública, un 10% en deuda privada y un 0.7% en renta fija externa). Finalmente, en el fondo agresivo se encuentra el 1% de los portafolios, el cual invirtió el 66.6% de sus recursos en renta variable (un 38.9% local y un 27.7% externa).

Se estima que durante el año 2012, el fondo moderado (87% del portafolio de los FPOs) reportó una rentabilidad cercana al 9% real, mientras que el fondo conservador (un 6% del total) y el fondo agresivo (un 1% del total) tuvieron un retorno cercano al 6% real. Dado que la "ventana de tiempo" para medir la rentabilidad acumulada de dichos portafolios varía (36 meses para el conservador, 48 meses para el moderado y 60 meses para el agresivo), aún no es posible evaluar el desempeño de dichos portafolios con criterios de largo plazo.

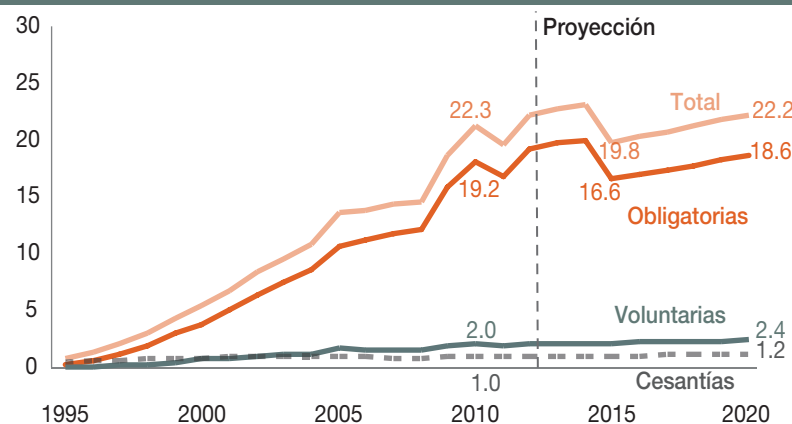
Sin embargo, para lograr que el esquema de multifondos de Colombia pueda acercarse de mejor manera a la "frontera eficiente", se requieren importantes afinamientos. En primer lugar, debe ahondarse la tarea para lograr que los cotizantes

escojan activamente su portafolio generacional, pues de lo contrario seguirán en el portafolio moderado, que si bien ha rentado cerca del 9% real recientemente, podría estar sacrificando retornos adicionales hacia el futuro, dada su elevada concentración en la renta fija. En Chile, tras diez años de operación, se ha logrado que la escogencia activa alcance un 45%, mientras que en Perú era del 7% tras cuatro años de operación y en Colombia vimos que sólo llega al 2% tras casi dos años de operación. En segundo término, debe repensarse la relación renta variable/renta fija que se asigna al "portafolio de no escogencia", pues esa mezcla en Colombia, frente a las de Chile y Perú, puede estar sacrificando parte del "Beta Financiero" y, por lo tanto, puntos en la tasa de reemplazo para sus contribuyentes.

Dado este panorama, ¿qué sucederá con los fondos de pensiones en los próximos años? A nivel de participación, supondremos que el RAIS mantendrá el 41%-46% de los cotizantes activos y el RPM el 31%-36%. En lo relativo a los retornos, sabemos bien que será difícil mantener el excelente promedio histórico del 12% real por año del período 1996-2012 y probablemente irá conver-

Gráfico 13. Ahorro pensional en Colombia: Escenario base (% PIB)

Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera y Dane.

Gráfico 14. Ahorro pensional en Colombia: Escenario (dos) con traslado de recursos del RAIS al RPM en cotizaciones hasta de 1 SMLV (% del PIB)

Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera y DANE.

giendo hacia la franja más cercana del 4%-6%, en línea con la tendencia de largo plazo que se ha observado en Chile.

Por el momento, supondremos que las propuestas recientes de moverse hacia un sistema de un pilar básico (el cual se caracteriza por agrupar en el RPM todos los ahorros pensionales de coti-

zantes con un nivel de ingreso mínimo), aún si se aprobaran, se implementarían gradualmente, de tal manera que los montos de ahorro y retorno del sistema no se verían alterados en lo fundamental durante el período 2013-2020. Sin embargo, superado el período de esa "nueva transición", la idea de trasladar el primer Salario Mínimo Legal Vigente (SMLV) de todos los trabajadores hacia el RPM alteraría, indudablemente, los flujos de ahorro disponibles en las AFPs.

En un primer escenario (base) suponemos que el rendimiento promedio de los portafolios de inversión estará entre un 6% y un 10% real por año y que habrá una ligera mejoría en la formalización laboral (resultante del llamado CREE de la Ley 1607 de 2012), donde la relación cotizantes PILA/PEA se elevaría del actual 33% hacia el 43% en el curso de los próximos ocho años. Bajo este escenario, los recursos de las AFPs pasarían del 22% del PIB en 2012 al 28% del PIB en 2020 (ver gráfico 13). Los fondos obligatorios se incrementarían del 19% al 24% del PIB en ese período.

Bajo un escenario alternativo (dos) supondremos que las cotizaciones del primer SMLV se trasladarían todas al RPM y el RAIS sólo mantendría aquellas que superen 1 SML, iniciando en el 2015. Ello haría que, a partir de allí, los portafolios de las AFPs disminuyeran en un 3% del PIB por cuenta de dicho traslado. Esto implicaría que los ahorros obligatorios de las AFPs, en vez de llegar al 24% del PIB en 2020 (\$272 billones), tan sólo alcanzarían el 19% del PIB (\$212 billones), ver gráfico 14.

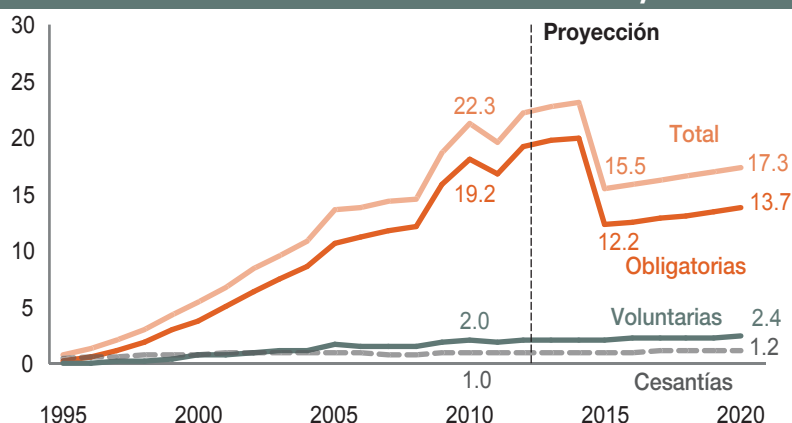
Un tercer escenario contempla el caso en que dicho pilar básico cubriera hasta 2 SMLVs, siendo

manejado por el RPM y no por el RAIS. Bajo este escenario, el drenaje de los recursos del RAIS sería aún mayor, pues los fondos obligatorios no llegarían al esperado 24% del PIB en 2020 (\$272 billones), sino únicamente al 14% del PIB (\$157 billones), ver gráfico 15.

Así, los escenarios dos y tres (alternativos) indican que moverse hacia el sistema de “pilares” y darle al RPM su manejo exclusivo drenaría el potencial de crecimiento del ahorro obligatorio en Colombia, pudiendo reducirse del 20% a sólo el 14% del PIB. Por esta vía, se alteraría el equilibrio entre la inversión (deseada y requerida) para acelerar el PIB-real de Colombia hacia el umbral 5%-6% anual.

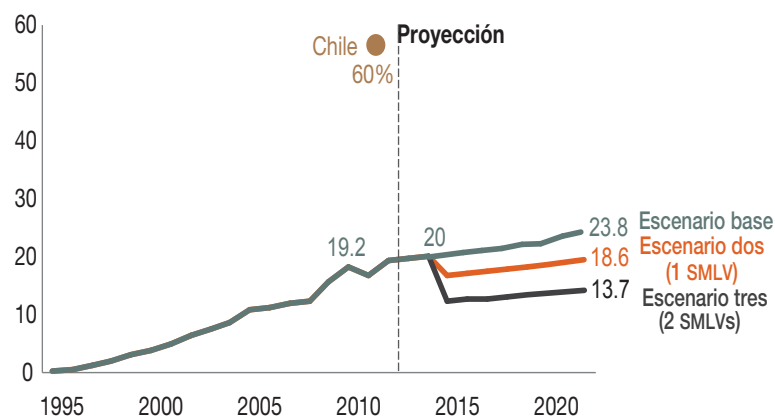
En cambio, una adecuada profundización del esquema de multifondos, aprobado a partir de 2009 en Colombia, tendría la ventaja no sólo de mejorar la “frontera eficiente” de dichas inversiones, sino de incrementar las fuentes de ahorro locales para lograr apalancar la relación Inversión/PIB a niveles superiores al 30% y acelerar el crecimiento potencial de Colombia. Esto resulta crucial para nuestro país en momentos en que existe la posibilidad de aprovechar los TLCs recién aprobados. Nótese que el camino a seguir en este frente del ahorro es el señalado históricamente por Chile, donde los ahorros pensionales obligatorios alcanzaban niveles del 54% del PIB tras 20 años de operación, mientras que en Colombia tan sólo llegaban al 19% del PIB, en razón a la alta informalidad laboral y al sistema “dual” establecido en Colombia. Actualmente, dichos ahorros pensionales obligatorios en Chile bordean el 60% del PIB, tras casi 30 años de operación (ver gráfico 16).

Gráfico 15. Ahorro pensional en Colombia: Escenario (tres) con traslado de recursos del RAIS al RPM en cotizaciones hasta de 2 SMLVs % del PIB)



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera y Dane.

Gráfico 16. Evolución del ahorro pensional obligatorio: proyecciones (% PIB, 2013-2020)



Fuente: cálculos Anif con base en Banco de la República.

3. Mercado de capitales: acciones y bonos corporativos locales

Con el desarrollo del mercado de capitales a nivel mundial y local, el ahorro en Colombia ha ido encontrando nuevos instrumentos a los cuales pueden recurrir los ahorradores-inversionistas institucionales o personas naturales. De esta ma-

nera, las fuentes tradicionales de ahorro se han ido complementando con instrumentos de ahorro a mayores plazos. Los grandes demandantes de estos recursos del mercado de capitales han sido los llamados ahorradores institucionales, tales como las AFPs, las fiduciarias y las aseguradoras. A continuación analizaremos algunos de estos instrumentos de ahorro.

3.1 Acciones

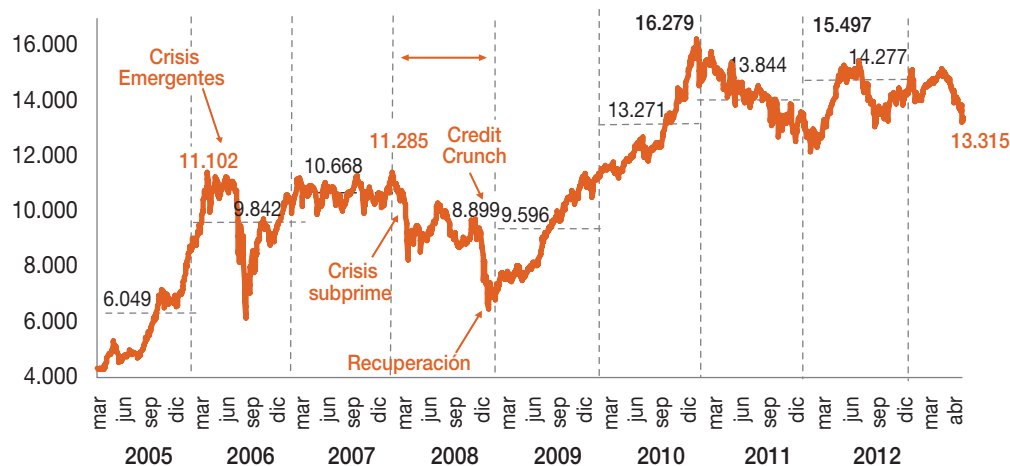
Con la Ley 964 de 2005 y el Decreto 2555 de 2010, se ha remozado de forma importante la "arquitectura" del mercado de capitales en Colombia (ver Anif, 2012a), dando lugar a nuevos instrumentos, tales como el *Exchange-Traded Fund* (ETF), creado bajo el nombre de iColcap en 2011.

Después de excelentes ganancias acumuladas durante 2009 (+50%) y 2010 (+29%), el Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC) se "contagió" de la crisis internacional y mostró una pérdida en 2011 (-21%). Sin embargo, durante 2012 se recuperó al valorizarse en un +14%, de

forma similar a como lo hicieron los principales índices de Estados Unidos (S&P 500 y Dow Jones), ver gráfico 17.

Dentro de los factores que explican el buen comportamiento de la renta variable en el año 2012 en Colombia aparecen: i) precios de entrada atractivos, con una relación Precio/Ganancia (RPG) cercana a 14 frente al 17 observado, en promedio, durante la última década; ii) desempeño favorable de las utilidades de las firmas listadas en el IGBC, las cuales pudieron haber crecido cerca del 13.2% en 2012, frente al 14.9% de 2011 (excluyendo a Ecopetrol); iii) la pronta y oportuna solución del *impasse*-bursátil de Interbolsa, evitando un "contagio" financiero (ver Anif, 2013b); iv) la amplia liquidez que tuvo el mercado; y v) la mayor actividad de los extranjeros en el mercado local, con una participación del 14% en el volumen promedio diario negociado en 2012 vs. el 7.5% en 2011. En este sentido se cumplió bastante bien el pronóstico que había hecho Anif, en marzo de 2012, sobre las posibilidades de valorización del IGBC en el rango 6%-15% hacia finales de 2012, al registrarse

**Gráfico 17. Evolución del IGBC
(A abril 19 de 2013)**



Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

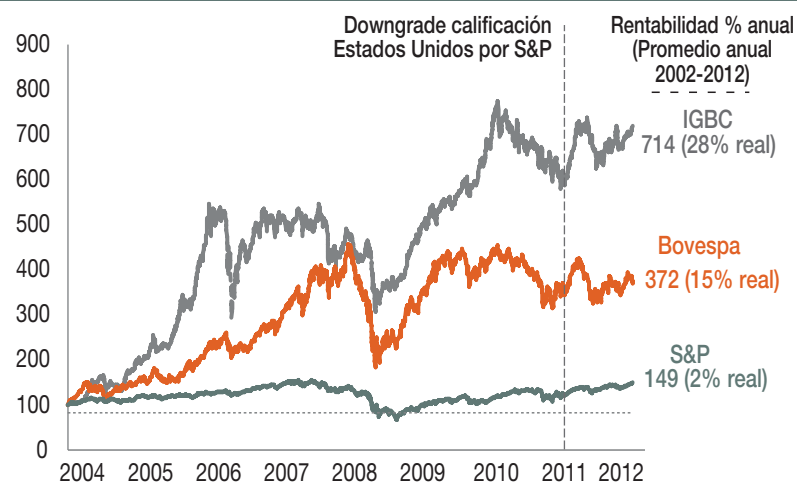
ganancias del IGBC del 14% real (ver Anif – Correval, 2012).

Así, a pesar de la turbulencia internacional y de las desvalorizaciones del IGBC en 2006, 2008 y 2011, la renta variable en Colombia (IGBC) ha arrojado una valorización promedio del 28% real anual durante la última década (2002-2012), superando con creces la arrojada por el Bovespa de Brasil (15% anual) o el S&P 500 (2%), ver gráfico 18.

En buena medida, este desempeño “superior” de Colombia ha tenido que ver con la semiseparación de los mercados bursátiles emergentes frente a los de los países desarrollados y al mejor desempeño que ha registrado Colombia durante 2007-2012, período en el que el país obtuvo el grado de inversión (2011) e incluso logró movimientos recientes de las calificadoras S&P y Fitch de “neutral” a “positivo”. Así, mientras que los mercados bursátiles emergentes han mostrado rentabilidades promedio del 11% anual (índice MSCI) durante 2007-2012, los de los mercados desarrollados tan sólo arrojaron un 2% anual, ver gráfico 19.

Sin embargo, las emisiones de renta variable en Colombia han mostrado altibajos, pues tras su récord en 2007 (1.9% del PIB, sobresaliendo el 10% de acciones de Ecopetrol), en el período 2008-2012 tan sólo alcanzaron un promedio del 0.4% del PIB. Sólo en 2011 se registró un repunte al ascender al 1.4% del PIB, pero en 2012 volvieron a ser muy bajas dichas emisiones (0.3% del PIB). Esta actividad accionaria de Colombia todavía está por debajo de la observada en Chile, donde las emisiones primarias promediaron un 1.3% del PIB durante 2006-2012, mientras que en Colombia esa cifra fue prácticamente la mitad (ver gráfico 20).

Gráfico 18. Evolución de las Bolsas
(Septiembre 2003=100, rentabilidad promedio anual 2002-2012)



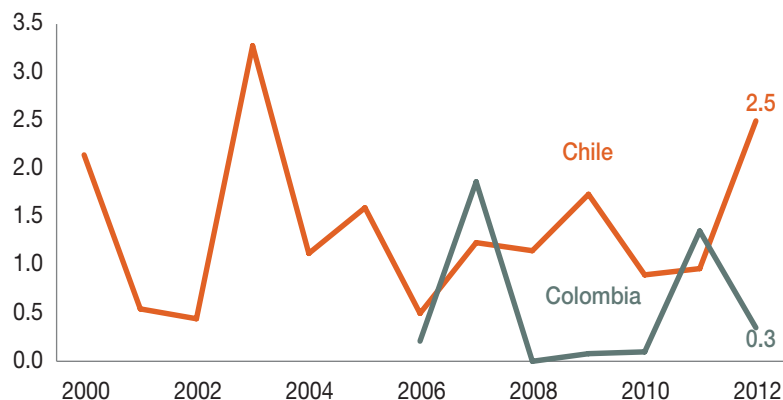
Fuente: elaboración Anif con base en Bloomberg.

Gráfico 19. Índice global de acciones (MSCI)
(Enero 2007=100, rentabilidad promedio anual 2007-2012)

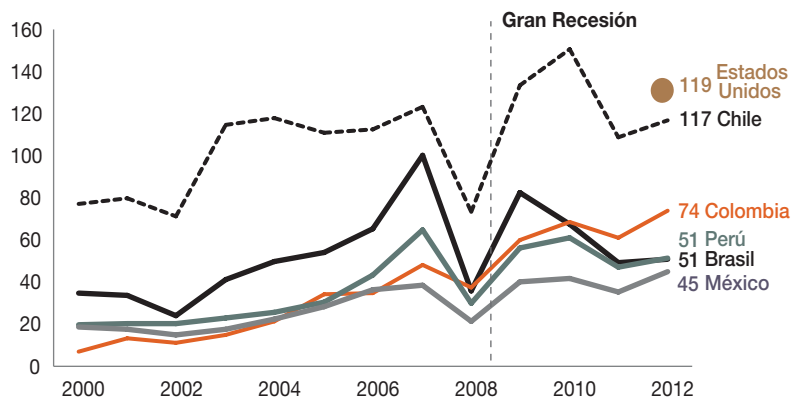


Fuente: elaboración Anif con base en Bloomberg.

Esto también se refleja a nivel de bursatilidad. Mientras que la bursatilidad (bruta) en Chile alcanzó un 117% del PIB en 2012, la de Colombia fue del 74%, las de Brasil y Perú del 51%, y la de México del 45%. Salvo por la de Chile, todas esas bursatilidades estuvieron en niveles muy inferiores al 119% del PIB observado en Estados Unidos, a

Gráfico 20. Emisión de acciones (% PIB)

Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia de Valores y Seguros de Chile; Banco Central de Chile; BVC y Dane.

Gráfico 21. Capitalización bursátil (% del PIB)

Fuentes: Federación de Bolsas y FMI.

pesar de que dicha economía aún no se recupera totalmente de su prolongada crisis financiera-fiscal (ver gráfico 21).

Ahora bien, la bursatilidad ajustada del IGBC (incluyendo sólo el valor flotante) en realidad es más baja y bordeaba sólo el 19% del PIB al finalizar 2012, ver gráfico 22.

Es claro que están dadas las condiciones para lograr que el mercado accionario de Colombia continúe siendo un buen canalizador del ahorro y la inversión. Sin embargo, se requiere que empresas como ISA, Isagen, EEB y ETB logren dar el salto cualitativo que hizo Ecopetrol a partir de 2007, rigiéndose cada vez más por criterios de mercado de largo plazo. De la misma manera, las emisiones de Bancolombia, Grupo Aval, Davivienda (en el sector financiero) y las de Almacenes Éxito, Avianca-Taca o Cementos Argos (en el sector real) deben ir ganando mayor liquidez.

En la Reforma Tributaria (Ley 1607 de 2012) se adoptó una serie de medidas que ayudarán a profundizar el mercado de capitales. Primero, se eliminó el IVA del 16% en las operaciones cambiarias de compra y venta de divisas y de derivados sobre divisas. Segundo, la retención en la fuente para los fondos de inversión sólo será realizada sobre el pago de dividendos y no sobre las valorizaciones. Tercero, los derechos que se tengan en los fondos de inversión tendrán los mismos beneficios tributarios de los bienes que las conforman (acciones, bonos, etc). Y, cuarto, las inversiones de portafolio de capital extranjero estarán sujetas al impuesto a la renta por las utilidades obtenidas, a las cuales se les aplica retención en la fuente, pero ahora a la tasa del 14% y no del 33%, salvo para inversiones provenientes de los llamados "paraísos fiscales", que se gravarán al 25%.

Otro factor que impulsará el mercado de renta variable en Colombia es el haber habilitado inversiones en acciones hasta por un 10% del total del portafolio del Fonpet (por partidas iguales en el mercado local y el externo). El stock del portafolio del Fonpet ya asciende a unos \$33 billones (5% del PIB). También contribuirá al buen desempeño del mercado accionario la posibilidad que tienen

los FPOs de invertir en instrumentos de ahorro-inversión externos gracias a la Ley 1328 de 2009 (multifondos). De hecho, el límite permitido para la inversión en renta variable externa es del 20% para el fondo conservador, el 45% para el moderado y el 70% para el de mayor riesgo. Esta participación ha venido creciendo y los instrumentos externos alcanzaron el 15.2% de todo el sistema al corte de diciembre de 2012.

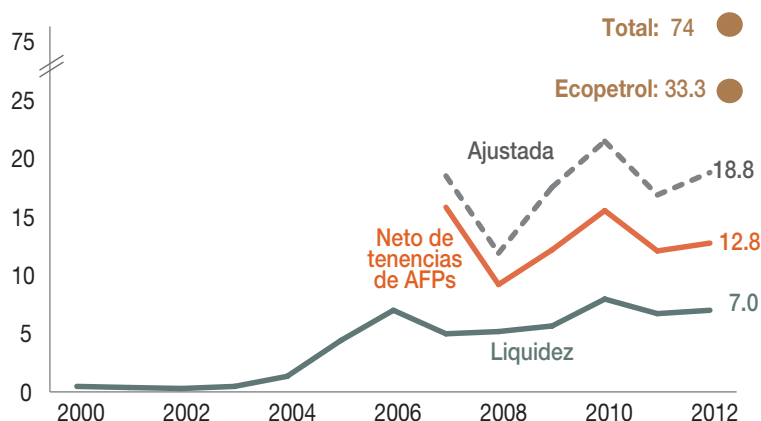
Paralelamente, las nuevas plataformas de negociación a las que tienen acceso los ahorradores-inversionistas, como *e-trading*, deberían ayudar a consolidar los volúmenes negociados en el mercado local.

Frente a este panorama local e internacional, cabe esperar emisiones de renta variable que puedan incrementarse de los \$2.3 billones en 2012 (un 0.3% del PIB) hacia unos \$8 billones en 2020 (un 0.7% del PIB), ver gráfico 23. Ellas incluirían acciones de Ecopetrol por cerca del 2% de su valor hacia 2014 y otro 4% de su valor hacia 2018. Estas emisiones se harían con el objetivo de cumplir el plan de inversiones de largo plazo de la empresa, dentro de lo que se incluye elevar su plataforma de refinación-transporte, usando el permiso otorgado en la Ley 1118 de 2006 para emitir hasta un 20% de acciones de la empresa. De esta manera, la capitalización bursátil del IGBC pasaría de \$484 billones en 2012 (un 74% del PIB) a unos \$900 billones en 2020 (un 79% del PIB). La capitalización bursátil ajustada ascendería del actual 19% hacia el 22% del PIB en 2020 (ver gráfico 24).

3.2 Bonos corporativos

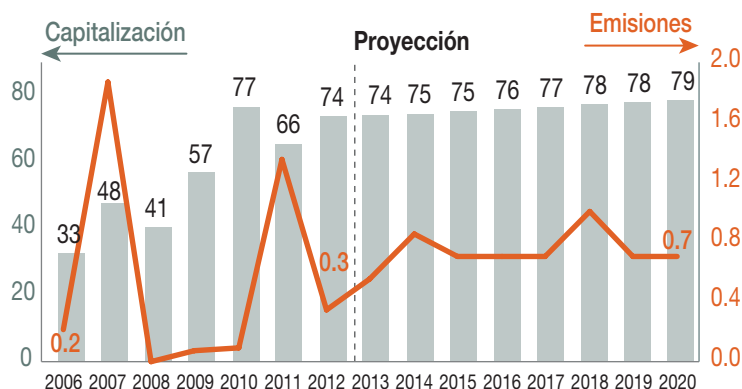
El stock de títulos de renta fija corporativa ascendió a \$39 billones en 2012 (un 5.9% del PIB)

Gráfico 22. Capitalización Bursátil en Colombia (% del PIB)



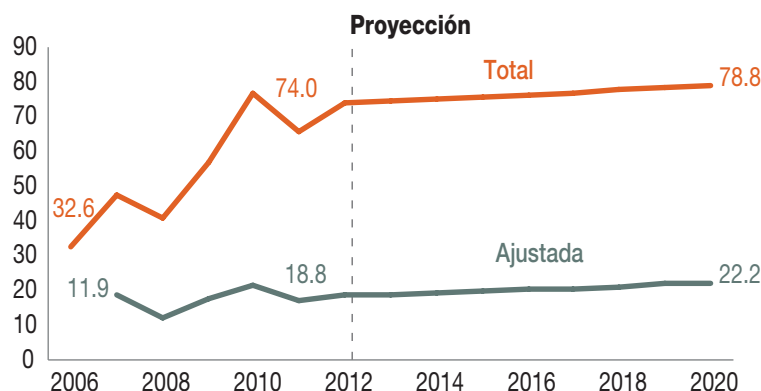
Fuente: cálculos Anif con base en Federación de Bolsas y BVC.

Gráfico 23. Capitalización bursátil y emisiones de las acciones listadas en la BVC (% PIB)

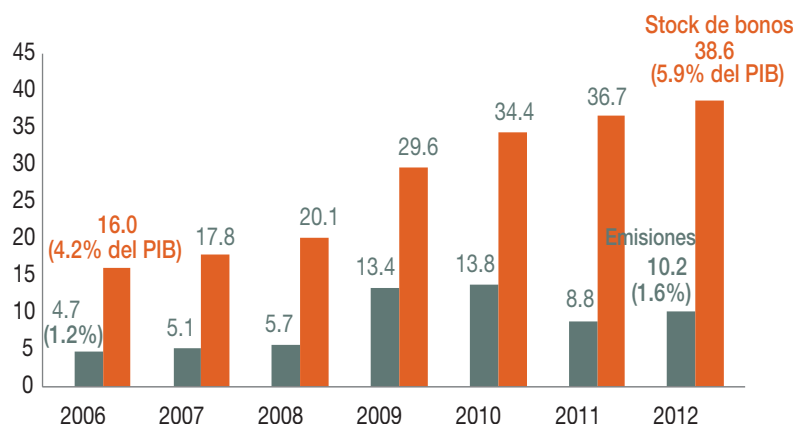


Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

frente a \$16 billones (un 4.2% del PIB) que se tenían en 2006. Los flujos de emisión promediaron cerca de \$9 billones anuales durante 2006-2012 (ver gráfico 25). En particular, las emisiones de los bonos corporativos se elevaron de \$4.7 billones en 2006 (1.2% del PIB) a un récord de \$13.8 millones en 2010 (2.5% del PIB), prácticamente duplicándose en cuestión de cuatro años. No obstante, éstas se moderaron a niveles de \$9 billones

Gráfico 24. Capitalización bursátil total y ajustada en Colombia (% del PIB)

Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

Gráfico 25. Emisiones y stock de bonos corporativos en Colombia (\$ billones, 2006-2012)

Fuente: BVC.

en 2011 (1.4% del PIB) y repuntaron a los \$10.2 billones en 2012 (1.6% del PIB). Estas emisiones se han concentrado en bonos del sector financiero (ver gráfico 26).

Al respecto cabe recordar los progresos en el marco regulatorio que vienen desde 2005 y lo que ello ha representado en términos de buscar horizontes de financiamiento de más largo plazo,

especialmente para el sector real. Todo esto ha estado favorecido por la demanda institucional por bonos corporativos (ver Anif-Correval, 2010).

En efecto, en períodos de apretón monetario (tasas de interés al alza) y ampliación de márgenes de intermediación, el mercado de capitales se ha constituido en una interesante fuente de recursos para el sector real (período 2006-2009). En períodos de relajamiento monetario (tasas a la baja), el crédito ha tendido a repuntar. En particular, los últimos años confirman este papel sustitutivo entre bonos corporativos y crédito. Durante 2012, las emisiones de bonos corporativos crecieron un 12.3% real y su stock un 2.7% real, mientras que la cartera comercial se desaceleró del 14.8% real en 2011 al 10.8% al cierre de 2012.

Las entidades del sistema financiero colombiano también han encontrado en dicho mercado de bonos “amortiguación” para sus esquemas de fondeo. Dichas entidades han aprovechado determinadas coyunturas para emitir bonos de deuda subordinada, amortiguando efectos de ciclos locales y/o internacionales. El total de deuda subordinada emitida por las entidades financieras de Colombia ascendió a \$4.5 billones (0.7% del PIB) en el año 2012 (ver Anif, 2012d).

Por el lado de la demanda, los principales agentes demandantes de bonos corporativos en Colombia han sido los inversionistas institucionales (AFPs y fiduciarias). Como ya comentamos, los portafolios de pensiones obligatorias manejaron el equivalente al 19% del PIB en 2012. Cerca del 40% de esos portafolios estaba dedicado a la deuda pública (un 8% del PIB), un 33% a la renta

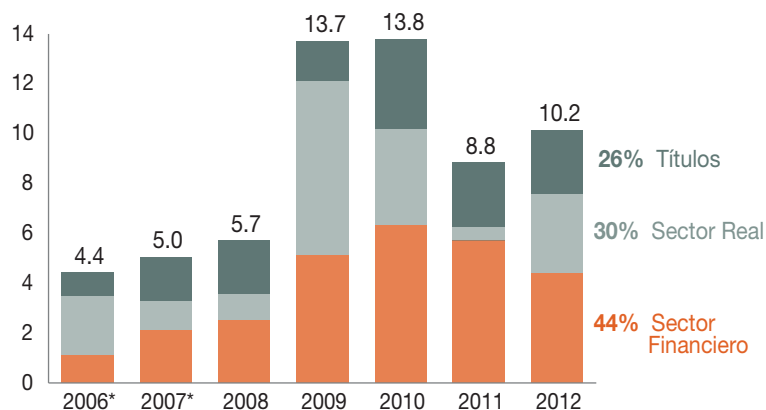
variable local (un 7% del PIB), pero tan sólo se demanda un 6% del total bajo la forma de bonos privados locales (un 1.2% del PIB). El potencial de los bonos corporativos locales es importante si se tiene en cuenta que su límite regulatorio alcanza un 35% frente al 6% actual (esto en el caso de los portafolios moderados, los cuales representan el 80% de los ahorros actuales), ver cuadro 4.

Al compararnos con Chile, observamos importantes diferencias, pues allí los bonos corporativos se han elevado del 9.1% del PIB en 2001 al 12.4% en 2012, duplicando la cifra actual de Colombia. Las grandes emisiones en bonos corporativos en Chile han estado asociadas al desarrollo de proyectos de infraestructura, lo cual Colombia bien podría replicar, especialmente ahora que se habla de la estructuración de los “Bonos de Infraestructura”.

Para darle este impulso a los bonos corporativos colombianos, se requiere que: i) el sector financiero continúe aprovechando las oportunidades que han venido ofreciendo dichos bonos de “deuda subordinada”, donde Basilea-III los contabiliza como parte del Tier-II; ii) estar atentos al ciclo de sustitución crédito-bonos; y iii) impulsar la liquidez de dichos bonos, para incrementar el “apetito” de los inversionistas institucionales por este instrumento.

Hacia el futuro, hemos planteado un primer escenario conservador (*statu quo*), donde se mantiene la participación promedio del sector financiero (44%) y del sector real (30%) de los últimos ocho años. Las emisiones de renta fija corporativa bordearon los \$10 billones en 2012 (un 1.6% del PIB) y se proyecta que estas emisiones podrían llegar a los \$18.2 billones en 2020 (manteniéndose en un 1.6% del PIB), ver gráfico 27. Por su parte, el stock de bonos pasaría de los ya mencionados \$38.6 billones en 2012 (un 5.9% del PIB) a \$84.1 billones (un 7.3% del PIB).

Gráfico 26. Emisiones de renta fija corporativa en Colombia (\$ billones)



* Sin incluir entidades territoriales.

Fuente: cálculos Anif con base en BVC y CREDICORP CAPITAL.

En un segundo escenario (más ambicioso), aspiraríamos a que la emisión de bonos corporativos también supiera las demandas del sector de infraestructura en Colombia. Como es sabido, el gobierno colombiano está impulsando la creación de los “Bonos de Infraestructura”, siguiendo la exitosa experiencia de Chile. En un Bono de Infraestructura se establecen como respaldo los flujos futuros de los proyectos (incluidos los ingresos por peajes y las vigencias futuras). En Colombia, se espera que este instrumento permita refinanciar pasivos sin transferir a los inversionistas institucionales los riesgos de la construcción. Este tipo de bonos, por lo general, carece de la opción de repago (con la idea de que calce con la normatividad de las compañías de seguros), su valor nominal es elevado y su vencimiento es de largo plazo (20-30 años). Probablemente lo que ocurrirá, para lograr un calce entre la oferta de bonos y la demanda, es que se garantice la capacidad de operación y mantenimiento de las obras por parte del concesionario.

Puntualmente, la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI) anunció ambiciosos proyectos por un valor cercano a los \$72 billones (11% del PIB de 2012). Los avances institucionales en este frente

serán la clave para poderlos ejecutar con celeridad, donde cabe destacar: i) la modernización de la Agencia Nacional de Infraestructura (Decreto 4165 de 2011); y ii) la aprobación de la Ley de Asociaciones Público-Privadas (APPs, Ley 1508 de 2012).

La Ley de APPs separa la concesión de los demás bienes de la sociedad concesionaria, con lo cual el Bono de Infraestructura constituye una deuda no recursiva. Esto exige un esfuerzo fiscal importante para apropiar las llamadas “vigencias futuras”, las cuales constituyen un complemento fundamental para apoyar algunas iniciativas de capitalización que deberán realizar las firmas del sector privado que se involucren en proyectos a largo plazo. Buena parte de dichos proyectos se administrará a través de patrimonios autónomos, donde participarán diferentes tipos de empresas (jurídicas, financieras, de construcción y operativas). La prueba de fuego estará en asignar adecuadamente todos los riesgos inherentes a dichos proyectos. Además, es importante que a las firmas se les dé la suficiente “seguridad jurídica” para que inicien obras con su propio capital y, una vez culminadas, puedan acceder al mercado de capitales para titularizar

los peajes y recuperar una parte importante de su inversión (ver Anif, 2012e).

Se espera que los Bonos de Infraestructura se emitan de manera paulatina a partir de 2016, empezando con \$3 billones y aumentando estas colocaciones en \$1 billón anual. Así, el total de las emisiones de renta fija corporativa pasaría de \$12 billones en 2015 (un 1.5% del PIB) a \$27 billones en 2020 (un 2.4% del PIB). El stock de bonos pasaría de \$38.6 billones en 2012 (un 5.9% del PIB) a \$53.2 billones en 2015 (un 6.6% del PIB) y a \$108 billones en el año 2020 (un 9.4% del PIB), ver gráfico 27.

4. Otros instrumentos de ahorro

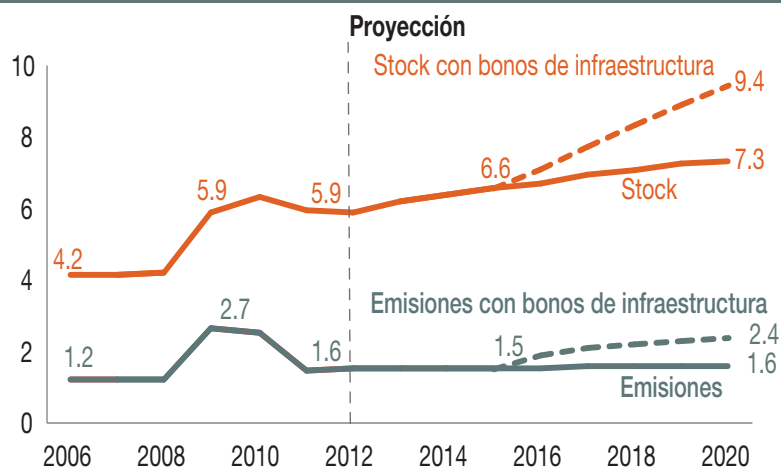
Ya hemos visto cómo al ahorro tradicional (M3) se han unido otros tipos de ahorro vía las AFPs (pos Ley 100 de 1993) y el propio mercado de capitales a nivel local. Ahora veremos que existe la posibilidad de profundizar otros instrumentos de ahorro, tales como: i) las carteras colectivas (CCs); ii) las fiduciarias; y iii) los Fondos de Capital Privado (FCPs).

Las CCs, las fiduciarias y los FCPs son instrumentos donde los ahorradores depositan sus recursos con un objetivo económico definido y, a nivel institucional, los gestores de dichos instrumentos administran esos dineros para tal fin. La diferencia con las acciones o con los bonos corporativos es que el movimiento de sus portafolios no ocurre de forma directa a través de la plataforma de la BVC, sino por otras vías.

4.1 Carteras colectivas

Las carteras colectivas (conocidas también como fondos mutuos de inversión en los mercados internacionales) son un mecanismo de captación de dinero u otros activos que se gestionan

Gráfico 27. Emisiones y stock de los bonos corporativos en Colombia (% del PIB, 2012-2020)



Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

de manera colectiva hacia distintas alternativas de ahorro-inversión. En Colombia, estos fondos de inversión son conocidos como CCs, y no tienen una destinación específica de carácter normativo, como es el caso de los Fondos de Pensiones y Cesantías (ver Anif, 2012g).

Éstas deben estar conformadas por varios aportantes y constituirse ante la Superintendencia Financiera (SF), cumpliendo con los requisitos establecidos en el Decreto 2175 de 2007, el cual define la regulación en materia de administración y gestión de estos vehículos. Luego de seis meses de constitución, el monto mínimo del patrimonio de la CC no puede ser inferior a 2.600 SMLVs (\$1.473 millones).

Las CCs pueden ser administradas por comisionistas de bolsa, fiduciarias o sociedades administradoras de inversión (ver Decreto 2175 de 2007). La sociedad que funge como administradora tiene obligaciones de medio y no de resultado, es decir, no puede garantizar rendimientos ni una tasa fija de participaciones en la CC. Por lo tanto, sus funciones se concentran principalmente en que las inversiones realizadas estén en línea con el objetivo económico de la CC y en velar por los intereses de los aportantes. De igual forma, debe mantener mecanismos de cobertura contra los riesgos que afecten el portafolio y la rentabilidad de los inversionistas, así como revelar toda la información asociada a la gestión de la CC.

La clasificación de las CCs puede obedecer a dos criterios: la posibilidad de redimir las participaciones o retiros y el plan de inversión. También pueden crearse CCs con compartimentos o “sub-CCs”, donde cada uno puede tener diferentes planes de inversión. De acuerdo con la redención de las participaciones, las CCs, según el Decreto 2175 de 2007, pueden ser:

- **Abiertas:** aquellas en donde la redención de las participaciones se puede realizar en cualquier

momento. Nótese que una CC siempre será abierta, a menos que se especifique otra cosa.

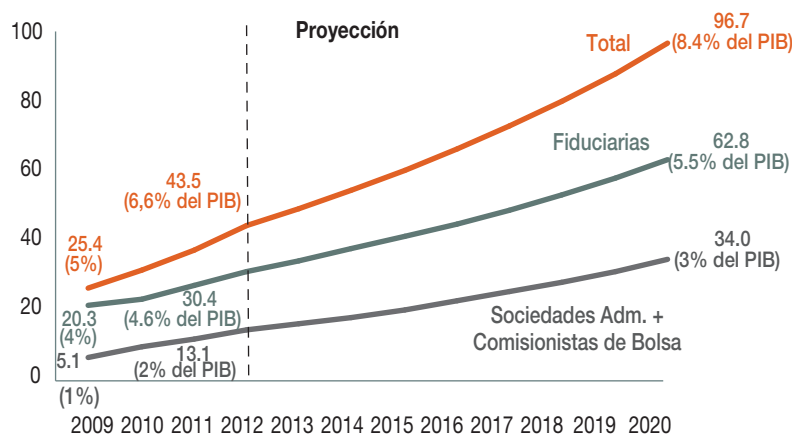
- **Escalonadas:** en este tipo de CCs se establecen unos plazos para la redención de las participaciones. De esta forma, el retiro únicamente podrá realizarse cuando hayan transcurrido los plazos establecidos en el reglamento de la CC.
- **Cerradas:** aquellas en donde la redención de las participaciones sólo puede hacerse al finalizar el plazo de inversión de la CC.

Asimismo, las CCs pueden clasificarse según su objetivo económico, el cual determina el plan de inversión para obtener rentabilidades. De acuerdo con este criterio, las CCs pueden ser:

- **Del mercado monetario:** son CCs abiertas, que constituyen su portafolio exclusivamente con títulos valores.
- **Inmobiliarias:** pueden ser CCs abiertas, escalonadas o cerradas, cuyo portafolio de inversión debe tener una concentración mínima del 60% en los siguientes tipos de activos: i) bienes inmuebles; ii) títulos emitidos en procesos de titularización hipotecaria; iii) derechos fiduciarios de patrimonios autónomos constituidos con bienes inmuebles; iv) participaciones en CCs inmobiliarias extranjeras con características similares a las de Colombia, y v) contratos de promesa de compraventa y opción.
- **De margen:** son CCs abiertas que pueden utilizar cuentas de margen. Es decir, la sociedad administradora puede realizar operaciones de compra-venta de valores a nombre del cliente, por montos superiores a los recursos aportados en la CC. A diferencia de los anteriores tipos de CCs, en ésta se debe informar claramente a los aportantes y al mercado el riesgo que se asume por el uso de las cuentas de margen.

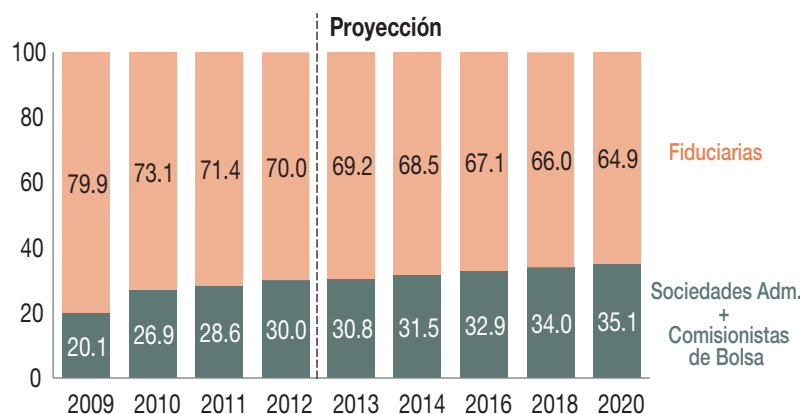
- **De especulación:** aquellas CCs que realizan operaciones de naturaleza especulativa, las cuales pueden ser por un monto superior al aportado por el inversionista. Su portafolio puede estar constituido por: repos, simultáneas, operaciones de transferencia temporal de valores y derivados, entre otros. En este tipo de CCs, al igual que en las de margen, se deben revelar claramente los riesgos asociados a su actividad especulativa.
- **Bursátiles:** aquellas CCs cuyo objetivo es replicar un índice bursátil local o internacional, por medio de un portafolio conformado por activos que hacen parte de la canasta que compone dicho índice. También pueden incluir derivados estandarizados cuyos subyacentes hagan parte de la canasta que conforma el índice replicado (ver Decreto 4805 de 2010).

Gráfico 28. Valor de las carteras colectivas (\$ billones, % PIB)



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

Gráfico 29. Carteras colectivas por tipo de administrador (Valor del fondo por tipo de administrador/valor total de los fondos)



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

Desde el punto de vista del inversionista, las CCs ofrecen varios beneficios para los ahorradores-inversionistas que depositan sus recursos en este instrumento. Entre éstos sobresalen: i) diversificación del riesgo; ii) disponibilidad inmediata de los recursos; iii) fácil monitoreo de los recursos; iv) exención del ITF, cuando se transfieren recursos entre cuentas bancarias (con un único titular) y una CC pertenecientes a la misma entidad; y v) es un mecanismo de financiación de proyectos.

El valor de las CCs ha venido creciendo, pasando de \$25.4 billones en 2009 (un 5% del PIB) a \$43.5 billones en 2012 (un 6.6% del PIB), lo cual representa un incremento del 16% real anual (ver gráfico 28). De acuerdo con el tipo de administrador, la participación de las sociedades fiduciarias ha caído 10pps, al pasar del 80% del total de CCs en 2009 al 70% en 2012. En cambio, la participación de las sociedades administradoras de inversión y comisionistas de bolsa aumentó del 20% al 30% en el mismo período (ver gráfico 29). Para ver en más detalle la información referente al número de CCs, puede ver el Anexo 1.

A nivel internacional, la evolución de este instrumento de ahorro también es bastante satisfactoria. Por ejemplo, los diez principales fondos de inversión en el mundo, al inicio de 2011, administraban US\$17.4 billones, cifra equivalente

al 1.2% del PIB de Estados Unidos. Asimismo, los 400 administradores de fondos de inversión más grandes gestionaron recursos por un valor cercano a US\$53.6 billones al inicio de 2011 (3.7% del PIB de Estados Unidos).

A pesar del dinamismo de las CCs registrado en los últimos años, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público viene resaltando la necesidad de realizar modificaciones al marco normativo del instrumento. Esto con el fin de mejorar su eficiencia a la hora de canalizar el ahorro y financiar proyectos a nivel doméstico y externo. Por tal motivo, desde finales de 2011 se viene trabajando en un proyecto de decreto sobre este vehículo.

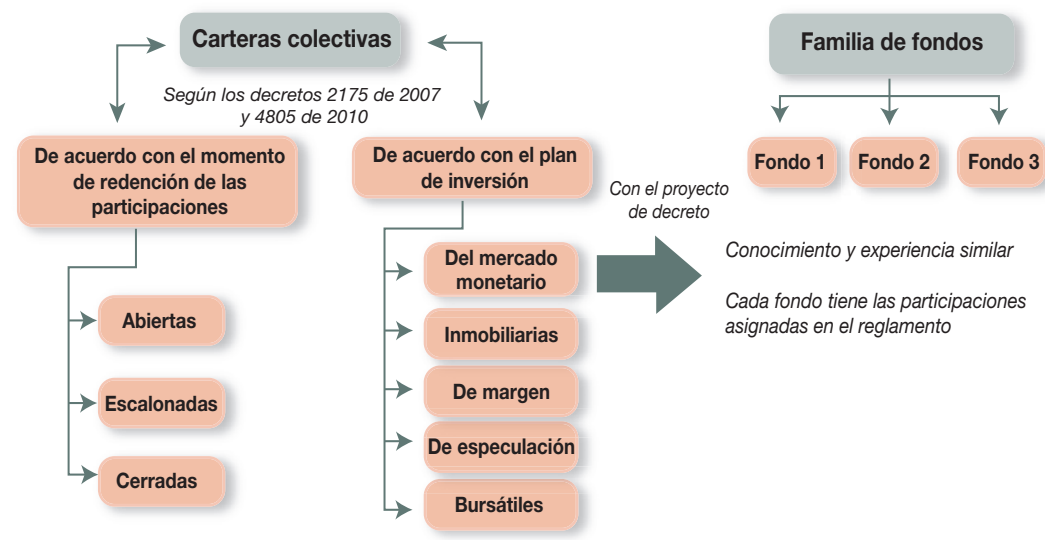
Dicho proyecto normativo pretende que los agentes relacionados con la gestión de las CCs se especialicen en las diferentes actividades del mercado de valores, emulando las buenas prácticas a nivel global. De esta manera, se busca establecer diferencias en las actividades de gestión, administración, distribución de los fondos y custodia de los activos. También se busca que las CCs tengan

la denominación de “fondos de inversión”, con el fin de ajustar su nombre a los estándares internacionales y promover su utilización por parte de inversionistas extranjeros.

Adicionalmente, el proyecto de reforma a los fondos de inversión en Colombia propone la implementación de las “familias de fondos”, las cuales agrupan varios fondos de inversión con características similares con relación a la experiencia y el conocimiento necesarios para su administración y gestión de riesgos (ver cuadro 5). Esto busca definir un modelo general que se someta a la SF en el momento de su constitución, en lugar de solicitar la autorización de cada tipo de fondo de inversión.

Ahora, a mediano plazo se espera que la evolución de las CCs mantenga el excelente comportamiento que ha mostrado en los últimos años y que la nueva regulación que pretende establecer el gobierno consolide ese crecimiento. Bajo este panorama se espera que el total de las CCs pase de los mencionados \$43.5 billones en 2012 (un

Cuadro 5. Tipos de carteras colectivas



Fuente: cálculos Anif con base en Ministerio de Hacienda.

6.6% del PIB) a \$96.7 billones en 2020 (un 8.4% del PIB), ver gráfico 28.

De acuerdo con el tipo de administrador, se esperaría una disminución de 5pps en la participación del total administrado por las sociedades fiduciarias, pasando del 70% del total de los fondos administrados en 2012 al 65% en 2020 (ver gráfico 29). Esto dejaría a las sociedades administradoras de inversión y comisionistas de bolsa con el 35% de las CCs en 2020. Dicha situación es consistente con los crecimientos de las participaciones observados en el período 2009-2012. Así, las CCs de las sociedades fiduciarias pasarían de \$30.4 billones en 2012 (un 4.6% del PIB) a \$62.8 billones en 2020 (un 5.5% del PIB). Por último, las CCs de las sociedades administradoras de inversión y comisionistas de bolsa aumentarían de \$13.1 billones en 2012 (un 2% del PIB) a \$34 billones en 2020 (un 3% del PIB).

4.2 Fiduciarias

Una fiducia es un acuerdo jurídico a través del cual una persona natural o jurídica, denominado fiduciante o fideicomitente, traspasa uno o varios bienes a una sociedad fiduciaria, quien queda con la obligación de administrarlos para cumplir con una finalidad establecida, en provecho del fideicomitente o de un tercero (beneficiario) que éste defina. Por su parte, las sociedades fiduciarias son entidades de servicios financieros, conformadas como sociedades anónimas, que se encuentran bajo la vigilancia de la SF y que cuentan con el aval legal para realizar negocios fiduciarios (ver Asofiduciarias, 2012).

En Colombia se pueden realizar dos tipos de contratos para los negocios fiduciarios: i) el contrato de encargo fiduciario en el que el fideicomitente sostiene la propiedad sobre los bienes dados a la fiduciaria, y ii) la fiducia mercantil, la cual tiene como característica principal que el fideicomitente cede de forma definitiva los bienes que entrega, conformándose un patrimonio de carácter autónomo, el cual es administrado por la sociedad fiduciaria en beneficio de un tercero.

A su vez, existen cuatro clases de fiducias que permiten la ejecución de varios tipos de negocios: i) la fiducia de inversión; ii) la fiducia de administración; iii) la fiducia inmobiliaria, y iv) la fiducia de garantía. Bajo estas modalidades se permite la administración y gestión de las CCs, los FCPs, los Fondos de Pensiones y Cesantías, entre otros (según el Decreto 2555 de 2010).

En la fiducia de inversión, el cliente le otorga al fiduciario una suma de dinero para que este último la invierta en diferentes instrumentos de renta variable o fija. Entre tanto, en la fiducia de administración el fideicomitente le entrega uno o más bienes a la sociedad fiduciaria para que los administre, bajo las modalidades de contrato previamente explicadas. La fiducia inmobiliaria tiene una condición similar a la de administración, sólo que para este caso se enfoca en negocios asociados a proyectos de tipo inmobiliario. Finalmente, la fiducia de garantía consiste en que el fideicomitente le entrega uno o varios bienes a la sociedad fiduciaria para que esta última los utilice como respaldo de deudas o créditos. Si bien hemos mencionado los cuatro tipos de negocios fiduciarios más característicos, debe entenderse que la actividad fiduciaria puede abarcar diferentes campos de acción.

Aunque el negocio fiduciario tuvo su origen en la década del veinte, el máximo desarrollo de la actividad fiduciaria se inició con la creación de la Asociación de Fiduciarias en 1986, lo que a su vez llevó a que la Ley 45 de 1990 obligará a los bancos a crear filiales encargadas exclusivamente de los negocios fiduciarios, con el fin de separarlos de sus otras operaciones.

En la actualidad, las sociedades fiduciarias tienen un comportamiento positivo dentro del sector financiero del país. Según la SF, las entidades bajo su vigilancia (bancos, aseguradoras, comisionistas, entidades oficiales y fiduciarias) reportaron utilidades por \$10 billones a diciembre de 2012 de los cuales \$0.4 billones vinieron de las sociedades fiduciarias (3.9% del total). Dicha cifra representó

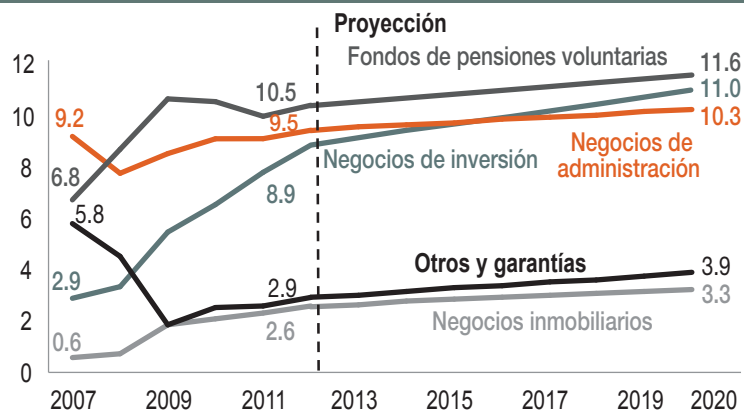
un crecimiento anual del 23% en el caso del sector fiduciario.

Los negocios que dentro del activo de las sociedades fiduciarias tuvieron una mayor participación en el año 2012 fueron los Fondos de Pensiones Voluntarias (un 10.5% del PIB) y los negocios de administración (un 9.5% del PIB), mientras que los negocios inmobiliarios obtuvieron la más baja (un 2.6% del PIB). Anif proyecta que los negocios de inversión, que hasta el año anterior ocuparon el tercer lugar (un 8.9% del PIB), superarían en esta relación a los negocios de administración para el año 2020 (ver gráfico 30). Esto se explica principalmente por la dinámica positiva que han tenido los vehículos de ahorro-inversión como las CCs y los FCPs (los cuales se explican cada uno en una sección separada). Para conocer en detalle el número de las CCs y FCPs administrados por sociedades fiduciarias, puede ver el Anexo 1.

Como ya se comentó, las CCs administradas por las sociedades fiduciarias llegaron al 4.6% del PIB en 2012, (\$30.4 billones). Estos fondos representaron el 70% del total de las CCs en Colombia. De acuerdo con el comportamiento observado, se espera una disminución en la participación en el negocio de las CCs, producto del aumento en la participación de las CCs manejadas por las sociedades administradoras de inversión y comisionistas de bolsa, llegando al 65% para 2020.

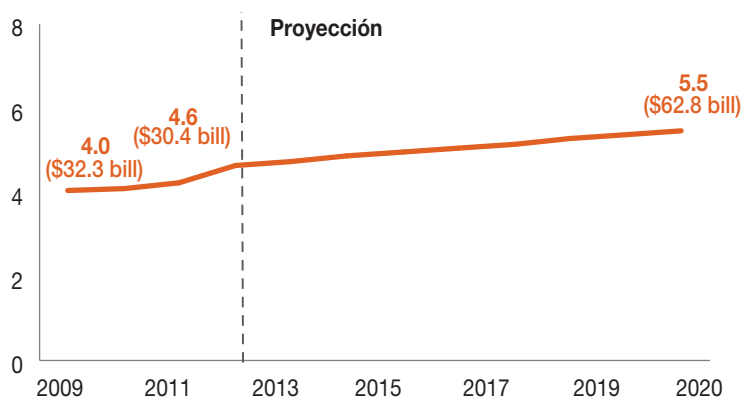
No obstante, a pesar de la disminución en la participación porcentual, debe tenerse presente que el crecimiento del negocio fiduciario en CCs ha sido importante. Durante 2009-2012, el crecimiento promedio anual de los negocios de inversión manejados por fiduciarias, vía CCs, creció al 15% promedio anual. Hacia futuro, esto debería mantenerse. Así, las fiduciarias mantendrían una gran concentración del manejo de los recursos de este instrumento de ahorro y el valor de las CCs

Gráfico 30. Valor de los activos en fideicomiso (% del PIB)



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

Gráfico 31. Valor de las CCs administradas por fiduciarias/ valor total de las CCs (% PIB, billones)



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

que administran pasaría del 4.6% del PIB en 2012 al 5.5% en 2020 (ver gráfico 31).

4.3 Fondos de Capital Privado

Los Fondos de Capital Privado se definen como agrupaciones de aportes individuales realizados por ahorradores-inversionistas calificados. El objetivo principal de estos fondos consiste en invertir en empresas (proyectos) que tienen

un crecimiento potencial, pero que aún se encuentran en sus etapas iniciales de desarrollo. Así, por intermedio de este flujo de recursos se pretende incrementar su valor, volviéndolas más competitivas en el mercado (ver Superintendencia Financiera, 2012).

A nivel global, tras la crisis de las “punto-com” en 2001, los FCPs lograron una gran expansión, la más significativa desde su nacimiento en los inicios de los años ochenta. La laxitud de la política monetaria y la baja aversión al riesgo en el mercado (en ese entonces) estimularon nuevos “menús financieros”, incluyendo las fusiones y adquisiciones empresariales. En paralelo, surgieron las finanzas “estructuradas”, tipo derivados, opciones o titulizaciones, todos con márgenes intertemporales de difícil valoración y alta complejidad matemática (ver Anif, 2010).

Durante 2004-2005 se realizaron importantes transacciones en el mercado global. Las “mega-adquisiciones” más sonadas fueron las de la compañía cinematográfica MGM o la de la arrendataria de automóviles Hertz, en cada caso superando los US\$3.000 millones. Los múltiplos en esas operaciones estuvieron por encima de las 10-12 veces el EBITDA, lo cual exigía también “mega-desempeños” operacionales hacia el futuro.

Sin embargo, en el período 2007-2008 estalló la crisis internacional hipotecaria y financiera, comprometiendo la capacidad de préstamo del sistema bancario de Estados Unidos al drenar sus indicadores de solvencia. Así, se produjo una grave retracción del crédito (*credit crunch*). Con este complicado telón de fondo, no resulta sorprendente constatar que los FCPs, operando con tasas de apalancamiento superiores al 60% del valor de la operación, se vieran afectados al “secarse” la liquidez destinada a este tipo de operaciones (ver Anif, 2010).

Asimismo, las desvalorizaciones en el sistema financiero perjudicaron los portafolios de los inversionistas en los FCPs, frenando abruptamente

los “compromisos de capital” a partir de 2007. De hecho, los Fondos de Pensiones, principales inversionistas en esas carteras a nivel global, vieron decrecer el valor de sus carteras en cerca de un 18% en 2008. De otra parte, la distribución de recursos se mermó en un 78% durante 2009 como resultado del *credit crunch*.

Las cifras señalan un estancamiento del valor de los FCPs a nivel global al cierre de 2009, los cuales no han logrado tener una recuperación consolidada en los siguientes años ya que la crisis fiscal de Europa también ha afectado la situación económica. Mientras se logra retomar la senda de crecimiento y estabilidad en los países desarrollados pasarán seguramente un par de años antes de recuperar el dinamismo de los FCPs a nivel global, especialmente cuando se avecinan cambios importantes en el marco regulatorio financiero internacional.

En Colombia, los FCPs se venían rigiendo por la Resolución 400 de 1995, pero esta regulación resultaba inadecuada frente a las características particulares de este tipo de carteras. Por ello se hizo indispensable migrar hacia un marco más moderno a través del Decreto 2175 de 2007. Esta norma logró dar un enfoque más uniforme y una regulación más ágil, volviendo los portafolios de los FCPs más atractivos para los inversionistas institucionales establecidos en Colombia.

El Decreto estableció que los FCPs son un tipo especial de CCs. Éstos deben destinar por lo menos dos terceras partes de los aportes realizados por los inversionistas a la adquisición de activos o derechos de contenido económico, distintos a los valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores. Los FCPs se diferencian de las CCs tradicionales en que no deben obtener la autorización de la SF para su constitución. Al igual que las CCs, los FCPs sólo podrán ser administrados por sociedades comisionistas de bolsa de valores, sociedades fiduciarias y sociedades administradoras de inversión.

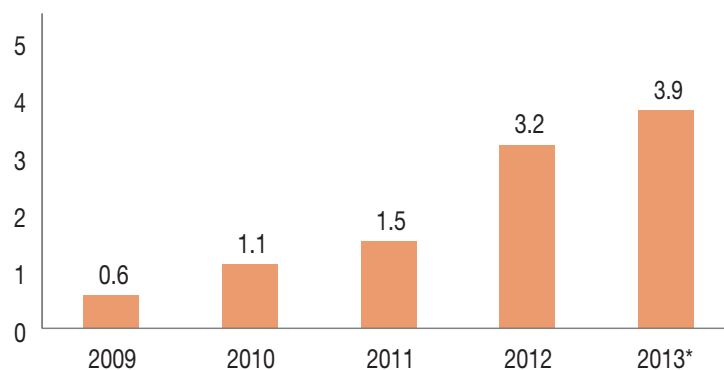
Gracias a la mayor demanda por este tipo de inversión, en el período reciente se han puesto en operación en Colombia unos 25 FCPs. Estos fondos han involucrado firmas de infraestructura, ventas al detal, adquisición de activos financieros, entre otras. Uno de los hechos más importantes ha sido la propia decisión del Gobierno Nacional de utilizar la plataforma de los FCPs para promover inversiones en infraestructura en Colombia (ver Anif, 2010).

Los FCPs han ido ganando cada vez más importancia dentro del mercado financiero colombiano. De hecho, el valor de los recursos de estos fondos administrados por sociedades fiduciarias pasó de \$0.6 billones (un 0.1% del PIB) en 2009 a \$3.2 billones en 2012 (un 0.5% del PIB), presentando un crecimiento del 111% en el último año (ver gráfico 32). De hecho, estos fondos llegaron a \$3.9 billones para abril de 2013 (un 0.8% del PIB). Este auge motivó la constitución de la Asociación Colombiana de Fondos de Capital Privado (Colcapital), con el fin de incrementar la participación de inversionistas locales e incluso internacionales en las empresas colombianas. El Anexo 1 contiene información sobre el número de FCPs.

Sin embargo, persisten algunos obstáculos a nivel general. Por ejemplo, la Asociación Latinoamericana de Capital en Riesgo (Lavca) y *The Economist (Intelligence Unit)* revelan que la poca profundidad del mercado de valores representa un obstáculo a la hora de la desinversión. Dado que muchos de los activos de los FCPs están en el mercado de las Pymes, la capacidad de venta de esos activos se ve limitada, sobre todo cuando los oferentes resultan ser los inversionistas institucionales (no existen muchos otros compradores al finalizar la gestión operativa a los 3 o 5 años). La solución aquí no es nada obvia.

También existen problemas a la hora de encontrar suficientes administradores idóneos para

Gráfico 32. Valor de FCPs administrados por sociedades fiduciarias (\$ billones)



* cifra a abril.

Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

los portafolios de los FCPs; es decir, ellos deben ser conocedores del sector específico y con experiencia en los mercados nacionales. Algunos administradores conocen sectores afines, pero no esas industrias en particular; otros los conocen, pero su experiencia se limita a mercados externos; y, por último, se requiere también manejar bien la recomposición del activo (*turn around*). Todo lo anterior ha jugado algún papel importante en la lentitud que han podido experimentar algunos FCPs en la coyuntura actual en Colombia.

Para que éste instrumento de ahorro se profundice, es necesario mejorar las condiciones regulatorias-operativas. Lo primero es continuar consolidando la estabilidad macroeconómica, donde el año 2012 mostró una desaceleración y llegó a un crecimiento del 4% real vs. el 6.6% de 2011. Lo segundo es mejorar el ambiente micro para los FCPs, lo cual incluye: i) optimización de los requerimientos de gobierno corporativo; ii) protección de los derechos de accionistas minoritarios; iii) confianza en el sistema judicial; iv) liquidez del mercado de capitales para facilitar mecanismos de salida; y v) aclarar el tratamiento fiscal de los fondos e inversiones de capital privado y de riesgo (Anif, 2008b).

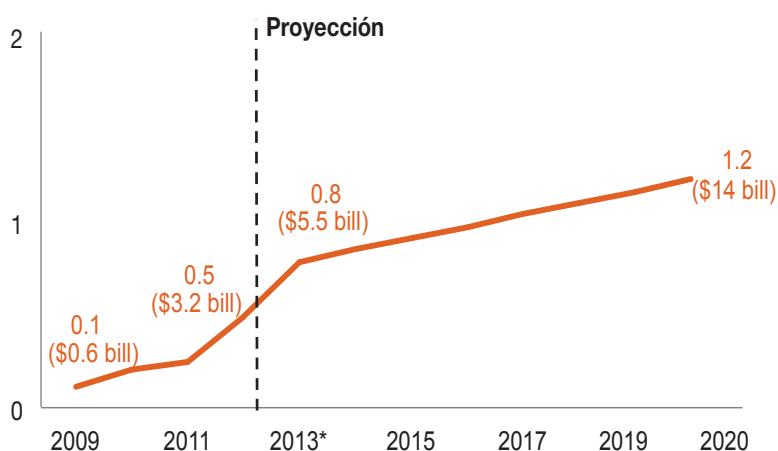
Anif prevé que los FCPs administrados por sociedades fiduciarias sostendrán un crecimiento que oscilaría entre el 15% y el 22% nominal para los próximos años, pasando del 0.5% del PIB en 2012 al 1.2% en 2020 (ver gráfico 33). Lo anterior se explica por: i) el buen desempeño que ha mantenido recientemente este instrumento de ahorro-inversión en el país; ii) la intención de algunas empresas extranjeras de entrar a través de este instrumento en el mercado local; y iii) los recientes cambios regulatorios-normativos, como la Ley 1607 de 2012.

En el primer punto se destaca que el espectro de las inversiones de los FCPs resulta cada vez más amplio, buscando impulsar diferentes segmentos de la economía. La excesiva concentración que tuvieron las inversiones de estos fondos en el sector minero-energético ha dado paso recientemente a una destinación de los recursos hacia otros sectores más enfocados en el consumo de los hogares. Éste es el caso del comercio minorista en empresas de muebles, juguetes, moda, comidas rápidas, educación y salud.

En cuanto al interés desde el extranjero, esto se debe a que los fondos de inversión de países como España y Chile han manifestado su interés por establecer negocios en el país. Esto a través de compañías de capital de riesgo españolas como N+1 Private Equity y Mercapital, y bajo el fondo de capital chileno First Capital Partners (FCP).

Finalmente, por el lado de los cambios normativos-regulatorios, cabe destacar que los FCPs se verán afectados por la regulación que constituyó la Reforma Tributaria (Ley 1607 de 2012). Se estableció que las inversiones de portafolio realizadas por capital del exterior deben pagar el impuesto de renta por las utilidades que obtengan de sus actividades, mediante retenciones en la fuente al final de cada mes. Específicamente para el caso del impuesto de renta, hubo una rebaja en la tributación del 33% al 14% si el inversionista no reside en un paraíso fiscal, de lo contrario la tarifa de retención será del 25%. Esto último ha hecho que los flujos de capital vía balanza cambiaria hayan aumentado en lo corrido del año, pasando de US\$1.114 millones en abril de 2012 a US\$1.534 millones en abril de 2013. Así, a mediano plazo se esperaba que este instrumento de ahorro mejorara su dinámica ante este incentivo.

Gráfico 33. Valor de los FCPs administrados por sociedades fiduciarias (% PIB, billones)



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera.

5. Fuentes externas

Como hemos visto, Colombia ha sabido aprovechar la coyuntura 2006-2012 para profundizar su mercado de capitales, en donde los instrumentos de ahorro tradicional, los fondos de pensiones y la renta fija y variable se vieron acompañados por instrumentos diseñados cada vez más a la "medida" del ahorrador-inversionista. Éste es el caso de las CCs, las fiduciarias o los FCPs, los cuales ofrecen diversas opciones para invertir los ahorros.

En los últimos años también se viene ampliando el espectro de alternativas de ahorro-inversión y financiación de los

agentes. Gracias al mayor grado de integración a nivel internacional del mercado de capitales local, los colombianos tienen ahora acceso a dos nuevos instrumentos de ahorro como son: i) el Mercado Global Colombiano, el cual permite la adquisición de valores extranjeros (actualmente de Estados Unidos, Canadá y Curazao) desde el mercado local a través de operadores domésticos; y ii) el Mercado Integrado Latinoamericano, en donde las Bolsas de Valores de Colombia, Santiago y Lima, junto con sus respectivos depósitos centralizados de valores, han integrado el mercado de renta variable de Colombia, Chile y Perú con buenos resultados. La evolución de estos dos instrumentos se explica a continuación.

5.1 Mercado Global Colombiano

El Mercado Global Colombiano (MGC) es un sistema de cotizaciones de valores extranjeros (acciones, *Exchange Trade Funds*-ETFs, bonos, etc.) listados en la BVC, los cuales son emitidos de forma primaria fuera del país por emisores nacionales o extranjeros bajo una regulación distinta a la local, sin la obligación de inscribirse en el Registro Nacional de Valores y Emisores de Colombia. Estos títulos pueden ser negociados, compensados o liquidados en las ruedas o sistemas administrados por la BVC, por medio de sesiones independientes (ver Deceval, 2010).

El sistema permite a los agentes locales acceder a valores extranjeros bajo las características y condiciones que poseen los títulos domésticos listados en la BVC. De esta manera, se amplían las posibilidades de ahorro-inversión en el mercado de capitales nacional y se contribuye a su profundización. Dicho de otra manera, el MGC es una forma expedita y barata de hacerse a acciones tipo “*blue-chips*”, sin salir de Colombia (ver Anif, 2012h).

En particular, el agente que puede acudir directamente a este mercado puede ser inversionista profesional o cliente inversionista, de acuerdo con lo establecido recientemente en el Decreto 1827 de 2012. El primero debe tener experiencia

y conocimiento sobre la materia, con el fin de distinguir el riesgo asociado a su inversión. A su vez, deberá acreditar un patrimonio igual o superior a 10.000 SMLVs (hoy equivalente a \$5.667 millones) y cumplir alguna de las siguientes condiciones: i) ser titular de un portafolio de inversión igual o superior a 5.000 SMLVs (\$2.834 millones); o ii) haber realizado 15 o más operaciones de enajenación o adquisición, que asciendan por lo menos al equivalente de 35.000 SMLVs (\$19.835 millones), durante 60 días calendario y en un período que no supere los dos años anteriores al momento de la clasificación del inversionista. Por su parte, el cliente inversionista es aquel que no tiene la calidad de inversionista profesional (ver Decreto 1121 de 2008).

Para su funcionamiento, las sociedades comisionistas de bolsa (patrocinadores) deben pedir autorización a la BVC para listar valores extranjeros en el mercado colombiano. A la fecha se encuentran listados 13 valores extranjeros, divididos entre acciones y ETFs. Valores Bancolombia patrocina 11 (Intel, McDonalds, Apple, Bank of America, Caterpillar, Chevron, Exxon Mobil, Johnson & Johnson, JPMorgan Chase & Co, Goldman Sachs Group y Procter & Gamble); y CREDICORP CAPITAL patrocina 2 valores (Anadarko Petroleum y Murphy Oil). Gracias a la liquidación de Interbolsa, en marzo de 2013 fue cancelada la inscripción de los 15 valores extranjeros que patrocinaba esta comisionista de bolsa (Colgate Palmolive, Morgan Stanley, Wells Fargo & Company, AT&T, Microsoft, Amazon.Com, Barrick Gold, Citigroup, General Electric Company, Google, Gran Tierra Energy, Pfizer, Research In Motion Limited, Schlumberger y Wal Mart Stores). No obstante, la BVC abrió un proceso de selección de nuevos patrocinadores del MGC para responder a las múltiples solicitudes. A futuro se tiene previsto el acceso gradual a distintos activos financieros del exterior para su negociación, como son los tesoros americanos.

Una vez autorizado dicho listamiento, el Depósito Centralizado de Valores, a través de su “par

internacional”, mantiene en custodia los valores extranjeros para que los comisionistas colombianos los puedan ofrecer. Los potenciales inversionistas acuden a las comisionistas de bolsa para solicitar la información relevante sobre los valores extranjeros listados, con base en la cual ordenan su compra o venta. Por último, los comisionistas acceden a las ruedas de negociación de los sistemas de la BVC, en donde podrán negociar, compensar o liquidar las órdenes (sobre los valores extranjeros) de sus clientes (ver cuadro 6).

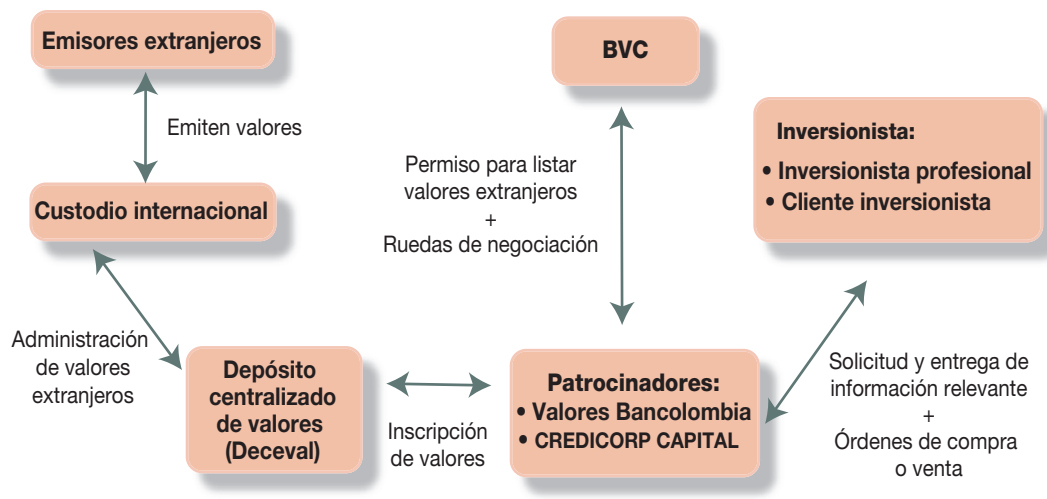
En América Latina, otros países han implementado, con anterioridad a Colombia, mecanismos similares al MGC. En Argentina, los valores extranjeros listados se conocen como Certificados de Depósito Argentinos (CEDEARS), los cuales iniciaron operaciones en 1998. A julio de 2012, los CEDEARS representaban el 1.2% del volumen negociado en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. En México, existe el Mercado Global Mexicano, el cual opera desde 2003 e incluye títulos de renta fija y renta variable. A octubre de 2012, las negociaciones de renta variable global ascendieron al 1.4% del

volumen transado en el mercado accionario de este país.

Sin embargo, en Colombia el volumen negociado en el MGC fue de tan sólo \$76.1 millones en 2010 (dado que el mercado empezó a funcionar en diciembre), de \$1.377 millones en 2011 y de \$1.220 millones en 2012 (tan sólo un 0.0002% del PIB). Estas cifras revelan la baja participación del MGC en el total transado en la BVC. En efecto, desde el inicio de sus operaciones, el volumen negociado en el MGC representó en promedio el 0.0001% del total de operaciones de la BVC, muy por debajo de las expectativas y de las experiencias, por ejemplo, de México.

Estos bajos volúmenes operados en el MGC evidencian que, aunque este instrumento es una buena alternativa de ahorro-inversión que ofrece el mercado de capitales colombiano, los agentes no han volcado sus recursos sobre éste. Al respecto, se identifican dos factores que pueden estar incidiendo sobre este comportamiento. Por un lado, la crisis internacional se ha visto reflejada en un

Cuadro 6. Relación entre los agentes participantes en el Mercado Global Colombiano



Fuente: elaboración Anif con base en Deceval.

incremento en la volatilidad-incertidumbre de los mercados de renta variable, lo cual ha elevado los niveles de aversión al riesgo de los inversionistas, haciendo menos atractivas las acciones provenientes de algunos países. Sumado a lo anterior, el MGC estaba circunscrito a inversionistas profesionales, restringiendo el acceso a los clientes inversionistas. Sin embargo, con el Decreto 1827 de 2012, el MGC se abrió a los clientes inversionistas desde septiembre de 2012, lo cual debería ayudar a profundizar este mercado, pero aún está por verse su magnitud.

Hacia el futuro, se espera que en un escenario conservador, en donde se mantiene el crecimiento observado en 2011-2012, el volumen negociado pase de \$1.220 millones anuales en 2012 a \$2.431 millones en 2020, duplicándose en una década, aunque manteniendo su bajo tamaño respecto a otros instrumentos.

Por su parte, en un escenario de crecimiento moderado se esperaría que con la Ley que permite la participación directa de personas naturales, el MGC sea más atractivo para los ahorradores-inversionistas. En este caso, el volumen negociado pasaría de \$1.220 millones en 2012 a \$8.257 millones en 2020, cifra siete veces mayor. Por último, en un escenario optimista en donde se tengan las condiciones iniciales del escenario moderado, pero se tenga acceso a nuevos instrumentos financieros (como tesoros americanos) y el MGC sea más conocido por todo el mercado, el volumen negociado pasaría de \$1.220 millones en 2012 a \$23.343 millones en 2020. Así, se multiplicaría casi por veinte, aunque seguiría siendo muy baja su participación con respecto al PIB (0.002% del PIB).

5.2 Mercado Integrado Latinoamericano

El Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) es el fruto de la unión de los mercados para la negociación de títulos de renta variable de Colombia, Perú y Chile. El acuerdo firmado entre la

BVC, la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS) y la Bolsa de Valores de Lima (BVL), así como entre los depósitos de valores Deceval (Colombia), DCV (Chile) y Cavali (Perú), buscó y fomentar el crecimiento de sus negocios financieros.

Si bien desde 2009 se inició el proceso de creación del mercado regional, fue para el 30 de mayo de 2011 que el MILA entró oficialmente en operación. La importancia de esta unión radica en la complementariedad de los mercados de los países miembros. En el caso de Chile sus principales fortalezas se encuentran en el campo del comercio y la agricultura, Perú por su parte es fuerte en minería. Finalmente, Colombia centra sus fortalezas en la energía, el petróleo y el sistema financiero (ver Rojas y Vera, 2011).

Una de las características más representativas del MILA es que cada uno de los tres países integrados mantiene su autonomía regulatoria, pero buscan de manera conjunta el crecimiento y desarrollo de sus mercados.

A la fecha, el MILA se ha posicionado como el mercado accionario con más emisores en América Latina, alcanzando un total de 554 empresas, seguido de la Bolsa Mexicana de Valores (427) y la brasilera BM&F Bovespa (381). Sumado a esto, es el segundo mercado más importante en capitalización bursátil (US\$0.7 billones) ubicándose después de BM&F Bovespa (US\$1.2 billones) y por encima de la Bolsa de Valores de México (US\$525 millones). Finalmente, es el tercero más relevante en volumen negociado (US\$0.9 billones).

En mayo de 2011 el MILA apenas comenzaba sus operaciones y existían altos niveles de incertidumbre asociados con los mercados internacionales, que impactaron negativamente los mercados de renta variable. Además de esto, durante ese año el desempeño de Perú en el mercado fue poco dinámico dada la coyuntura por la que atravesaba el país, la cual dependía

principalmente de las elecciones presidenciales de 2011, que postergaron algunas iniciativas de emisión. Así, en el primer año de funcionamiento del mercado integrado se realizaron operaciones en la plataforma MILA por un total acumulado de US\$52 billones. Por su parte, este monto ascendió a US\$90 billones negociados en dicha plataforma en 2012, frente a los US\$57 billones esperados (ver Córdoba y Martínez, 2010).

Al analizar el mercado MILA, se puede ver que la capitalización bursátil alcanzó los US\$740 billones en diciembre de 2012, acumulando un crecimiento en lo corrido del año del 23.4%, frente a los US\$640 billones esperados (ver Córdoba y Martínez, 2010). Estas cifras evidencian que si bien desde los inicios del MILA se esperaba que el mercado mostrara un leve dinamismo durante sus primeros meses de funcionamiento, sus resultados en términos de emisiones y capitalización bursátil estuvieron en línea con lo que se esperaba antes de su puesta en marcha.

En cuanto al comportamiento individual de los países miembros del mercado MILA, a diciembre de 2012, Chile era el que mayor capitalización bursátil exhibía (US\$313 billones). Por otra parte, Colombia es el país que ha presentado la mayor tasa de crecimiento (30.2%), liderazgo que se explica principalmente por las importantes emisiones que hicieron empresas como Bancolombia, Constructora el Cóndor, Concreto, Carvajal y Cemex Latam Holdings, en el mercado colombiano durante 2012, y por la apreciación de la tasa de cambio que afecta la capitalización medida en dólares.

En materia de rentabilidad, durante el tercer trimestre de 2011 se lanzó el índice S&P MILA 40, el cual tiene en cuenta el comportamiento de los precios de las acciones de las 40 empresas más grandes y con mayor liquidez pertenecientes al mercado integrado. Este índice incorpora actualmente 22 compañías chilenas, 12 colombianas y

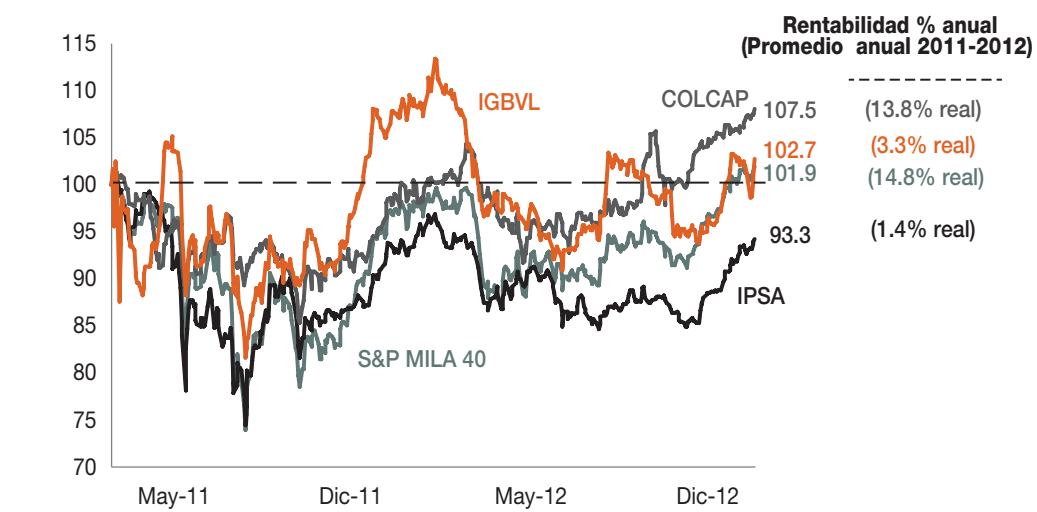
6 peruanas. En general, los índices de las bolsas de valores (exceptuando la BVC) y la plataforma MILA no tuvieron desempeños destacados durante la mayor parte del período de operación de este mercado y tan sólo para el tercer trimestre de 2012 mostraron señales de recuperación (ver gráfico 34). Dicho comportamiento se explica principalmente por la incertidumbre que a la fecha continúa generando la crisis en la Zona Euro y la desaceleración de la economía norteamericana, además de una caída del WTI para mediados de 2012.

Los datos muestran que para el cierre de 2012 el índice S&P MILA 40 acumuló una variación del 14.8% con respecto a diciembre de 2011. En el caso del comportamiento individual de los mercados de los países miembros, para este período se registraron las siguientes variaciones anuales de sus índices bursátiles representativos: el IGBVL de Perú presentó una variación real del 3.3%, el Colcap de Colombia una del 13.8% y el IPSA de Chile una del 1.4%. Este comportamiento evidencia que la bolsa colombiana, junto con la bolsa peruana en menor medida, impulsaron los resultados del MILA.

El panorama del mercado MILA cuenta con dos posibles escenarios. El primero (escenario conservador) es aquel en el que los países miembros seguirán siendo Colombia, Chile y Perú, con pocos cambios en el desempeño futuro frente a su comportamiento actual. La capitalización bursátil del MILA pasaría de US\$740 billones en 2012 (un 88.7% del PIB) a US\$1.400 billones en 2020 (un 95.7% del PIB), ver gráfico 35. Las emisiones de renta variable pasarían de US\$10 billones (un 1.3% del PIB) a US\$23 billones (un 1.5% del PIB) en el mismo período, ver gráfico 36. No obstante, la liquidez y uso del mercado seguirían siendo bastante limitados.

En el segundo escenario se incorpora la entrada de México a la plataforma en 2014-2015, cuya

**Gráfico 34. Índices accionarios: Perú, Chile, Colombia y MILA
(Mayo 2011=100, rentabilidad 2011-2012)**



Fuente: cálculos Anif con base en Bloomberg.

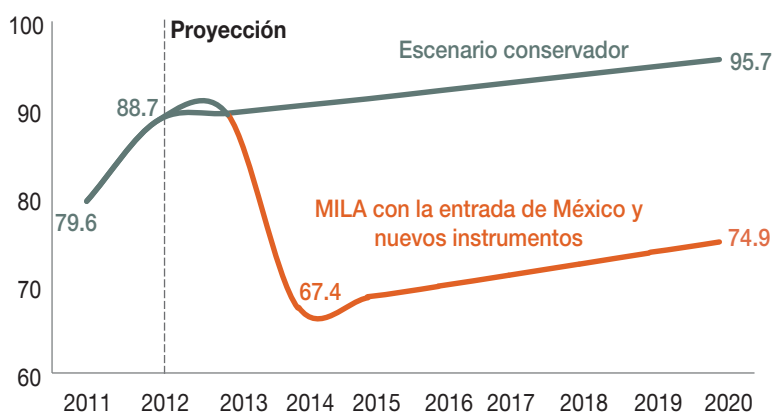
integración venía planeándose desde diciembre de 2011, y donde recientemente se han dado señales de estancamiento en la negociación. También se asume el uso de nuevos instrumentos financieros por parte del MILA, en títulos de renta variable tales como ETFs, ADRs y unidades de carteras colectivas. Es necesario aclarar que la inclusión de dichos instrumentos en el mercado aún depende de la decisión que tomen los países miembros.

Bajo este panorama, el mercado alcanzaría una capitalización bursátil de US\$1.600 billones en 2014 (un 67.4% del PIB de los países miembros, una caída frente al otro escenario por el efecto estadístico de incluir el PIB mexicano), un total de 1.080 emisores y un volumen negociado de aproximadamente US\$209 millones. Es decir, la entrada de México y los nuevos instrumentos de ahorro-inversión duplicarían las cifras actuales (en dólares) del MILA que podrían posicionar a este mercado como uno de los más atractivos de la región. La capitalización bursátil llegaría a

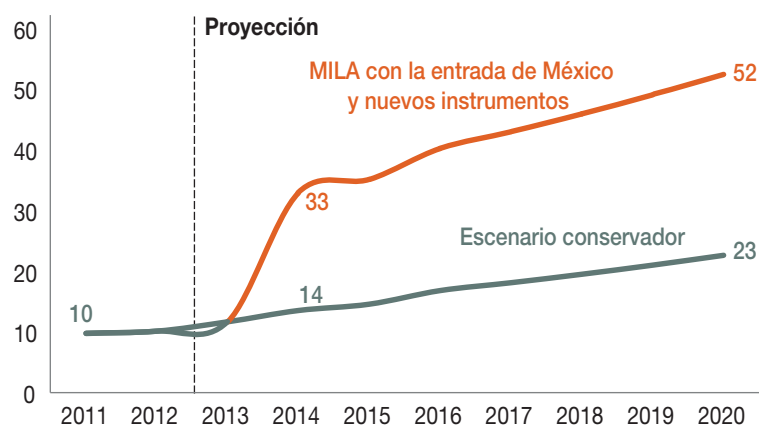
US\$2.600 billones en 2020 (un 74.9% del PIB) ver gráfico 35. No obstante, tal como están hoy las cosas, este escenario tiene una baja probabilidad de ocurrencia.

Finalmente, el panorama de las acciones colombianas en el MILA también estará determinado por la reforma tributaria que adelantó el gobierno colombiano en la Ley 1607 de 2012 (los dos escenarios la incluyen). En efecto, como ya se explicó, la retención en la fuente para fondos de inversión colombianos se practicará únicamente al momento del pago de rendimientos de los inversionistas. En el caso del MILA, los fondos de inversión que inviertan en acciones inscritas en bolsa tendrán los beneficios de no grabación de dividendos y valorización.

Igualmente, la compra o venta de acciones del mercado colombiano en el MILA no serán gravadas con la retención en la fuente, pues como se mencionó anteriormente dicho impuesto es cobrado sobre

Gráfico 35. Capitalización bursátil del mercado MILA (%PIB)

Fuente: cálculos Anif con base en MILA.

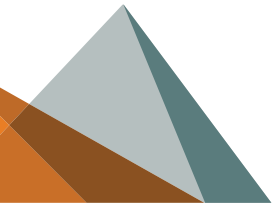
Gráfico 36. Emisiones de renta variable en el mercado MILA (US\$ billones)

Fuente: cálculos Anif con base en MILA.

las utilidades a final de cada mes. A su vez, la rebaja en la tributación, del 33% al 14% para capitales *offshore* pertenecientes a los inversionistas que no residen en un paraíso fiscal (del 33% al 25% en el caso contrario), también permitirá que los recursos extranjeros lleguen al MILA y consoliden una mejor dinámica.

En síntesis, hemos visto las diferentes alternativas de ahorro-inversión con que cuentan las personas naturales y las firmas en Colombia. Así, se ha notado el tránsito de una economía con sólo ahorro tradicional hacia nuevas fuentes. En general, los últimos años evidencian dinamismo tanto en las fuentes tradicionales como en el ahorro en fondos de pensiones y carteras colectivas. Las fuentes externas señalan una menor dinámica.

El panorama futuro muestra que el ahorro seguirá elevándose, aunque esto dependerá del manejo del ciclo económico y de la regulación. En el siguiente capítulo evaluaremos la consistencia de las proyecciones individuales realizadas en éste, analizando si el país necesitará mayores niveles de ahorro o le sobrarán recursos para invertir en el exterior. Esto ante las fuertes necesidades de recursos por proyectos, de infraestructura por ejemplo, en la próxima década.



IV. FUENTES Y USOS DE FINANCIAMIENTO EN COLOMBIA: 2013-2020

Tal como vimos en el capítulo anterior, las fuentes de ahorro en Colombia han tenido una evolución importante. En los años ochenta sólo se contaba con los instrumentos tradicionales de ahorro, los cuales se enfocaban en ahorro de corto plazo. No obstante, desde la década del noventa se ha venido dando una profundización financiera y creación de nuevos instrumentos, los cuales deben facilitar el proceso de equilibrar la inversión (deseada) con el ahorro disponible.

En este capítulo consolidaremos este equilibrio entre la inversión (deseada) con el ahorro disponible para el período 2013-2020. Se trata de verificar si las proyecciones de ahorro que hemos venido discutiendo resultarían suficientes para satisfacer la relación Inversión/PIB requerida para ubicarnos en el umbral 30%-32% frente a los actuales 26%-28%. Si la respuesta es afirmativa, Colombia tiene entonces el potencial de salir de su crecimiento histórico del 4%-5% anual y ponerse en la senda del 5%-6% anual por quinquenios.

Una aclaración metodológica importante consiste en tener en mente, a la hora de analizar las fuentes y usos de financiamiento, que los Fondos de Pensiones y Cesantías, las CCs, las sociedades fiduciarias y los FCPs son vehículos de ahorro "intermedios". Esto quiere decir que dichos instrumentos reciben los recursos de los ahorradores-inversionistas y posteriormente estos montos se canalizan hacia otros instrumentos de ahorro

(renta fija, renta variable o incluso M3, etc.), que serán los que analizaremos a continuación.

Las fuentes de financiamiento macroeconómicas se pueden dividir entre internas y externas. En las fuentes internas públicas tenemos los recursos provenientes de la emisión de TES y otras fuentes públicas (deuda flotante, etc.), mientras que las fuentes públicas externas corresponderían a la emisión de bonos - desembolsos externos. Estas fuentes públicas estarán destinadas en su totalidad a la financiación de los usos públicos: i) financiamiento del déficit del Gobierno; ii) amortizaciones de capital del stock de deuda pública total; y iii) el adicional de gasto público en infraestructura, el cual asciende al 1.7% del PIB en promedio en el período 2012-2020 (Clavijo *et al.*, 2012), aproximadamente el 52% del total requerido en este frente.

De igual manera, el sector privado tiene sus fuentes y usos respectivos. Entre las fuentes privadas internas se encuentran los instrumentos de ahorro tradicional provenientes de los depósitos en el sector financiero (M3 ampliado), y las emisiones de acciones y bonos corporativos en el mercado de capitales local (las cuales a su vez pueden ser adquiridas por residentes o extranjeros). Dentro de las fuentes privadas externas aparecen los recursos provenientes de la deuda externa privada y la financiación atribuible a la Inversión Extranjera Directa (IED) neta, siendo esta última la dife-

rencia entre la IED realizada por extranjeros en Colombia y la IED realizada por colombianos en el exterior. Estos instrumentos de ahorro proveerán los recursos que deben sufragar los usos privados relacionados con el funcionamiento normal de la economía: i) los recursos canalizados a hogares-empresas a través de la cartera del sistema financiero; ii) la inversión de las empresas en capital de trabajo privado (la cual suponemos equivalente a la mitad de las colocaciones de bonos-acciones); y iii) el rubro adicional de gasto en infraestructura privada del 1.6% del PIB anual en promedio (48% del total) que es sugerido por Clavijo *et al.*, 2012.

1. Modelo de consistencia financiera (fuentes y usos)

Teniendo en cuenta el comportamiento de los instrumentos de ahorro en Colombia en el mediano plazo (2013-2020) antes discutido, a continuación se analizan las fuentes y usos de financiamiento disponibles a nivel macroeconómico.

Para hacer este análisis se han hecho los siguientes supuestos: i) en el caso de los Fondos de Pensiones y Cesantías, se escoge el escenario actual (sin los traslados de los recursos de las personas que coticen sobre 1-2 SMLVs hacia Colpensiones); ii) en los bonos corporativos, el escenario escogido es el que tiene en cuenta las emisiones de los bonos de infraestructura, pues tiene altas posibilidades de concretarse y, además, éste es un pivote central para elevar la inversión y acelerar el crecimiento en este horizonte 2013-2020; iii) en el caso del MGC, se espera que su comportamiento mejore un poco, en parte gracias a la implementación de la Ley de personas naturales; y iv) la trayectoria futura del MILA elegida es la que tiene en cuenta una profundización internacional. También hemos incluido aquí los cambios tributarios resultantes de la Ley 1607 de 2012.

En materia de fuentes públicas de financiamiento, tenemos la emisión de TES, la cual pasaría de

los \$28-\$29 billones (5.1% -4.8% del PIB) observados en 2010-2011 a unos \$25 billones (3.8% del PIB), según cifras recientes del Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) para 2012. Consistente con los déficits pronosticados para mediados de esta década, las emisiones de TES llegarían al 4.4% del PIB en 2015, para establecerse al final de la década (3.5% del PIB) en valores inferiores a los obtenidos en 2012. Dadas estas emisiones de TES, y teniendo en cuenta su perfil de vencimientos, el stock de TES pasaría del 23.3% en 2011 al 22% del PIB en 2015 y al 27% del PIB en 2020. El rubro de otras fuentes públicas se mantendría relativamente constante en un 1.2%-1.4% del PIB a lo largo del período 2013-2020.

En cuanto a los usos públicos, la trayectoria del déficit fiscal del Gobierno Central, antes de incluir los gastos en infraestructura, promediaria un 2.5% en 2013-2020. Éste alcanzaría su mayor valor a la altura de 2015 (-2.8% del PIB), finalizando la década en un -2.3% del PIB. En línea con esto, el rubro de amortizaciones y otros usos públicos pasaría del 3.7% del PIB en 2012 al 4.2% del PIB en 2015 y, finalmente, al 3.4% del PIB en 2020. A estos valores habría que sumarles el gasto público adicional en infraestructura (un 1.7% del PIB entre 2012- 2020).

Por el lado de las fuentes de financiamiento privado, recordemos que se estimó que el M3 se expandirá en promedio un 4.1% anual por encima del PIB nominal (en línea con el comportamiento de los últimos siete años). Así, el stock de M3 pasaría del 45.9% del PIB en 2012 al 52%-62% del PIB en 2015-2020. Las emisiones de bonos corporativos llegarán a los \$10.6 billones (un 1.5% del PIB) en 2013, esto teniendo en cuenta su crecimiento promedio de los años anteriores, el aumento en las emisiones de bonos del sector financiero y los altos niveles de emisiones que se han observado a abril de 2013 (\$4.2 billones). Esta emisiones llegarían al 1.5%-2.4% del PIB en 2015-2020, producto de la emisión de los bonos de infraestructura (ver

sección 3.2 que amplía este tema). Suponiendo vencimientos en los bonos corporativos privados del orden del 15% (similares a los observados en la última década), su stock pasaría del 5.9% del PIB en 2012 al 7.1%-9.4% del PIB durante 2016-2020.

En el caso de las emisiones de acciones, éstas llegarían a \$3.9 billones (un 0.6% del PIB) en 2013. Dichas emisiones se estabilizarían alrededor del 0.7% del PIB en lo que queda de la década, con crecimientos en 2014 y 2018, producto de emisiones hechas por Ecopetrol para conseguir financiamiento, usando el permiso establecido en la Ley 1118 de 2006 (ver sección 3.1). De darse esta senda en las emisiones y suponiendo una rentabilidad promedio del IGBC del 7% a lo largo de la década, la capitalización ajustada pasaría del 18.8% del PIB en 2012 al 19.7% en 2015 y finalizaría el año 2020 en un 22.2% del PIB. Finalmente, supondremos que la IED sería la fuente de recursos que cerraría las necesidades de financiamiento (la cual ha estado fluctuando cerca del 3.6% del PIB a nivel bruto en 2002-2011, pero cerca del 2% del PIB a nivel neto, descontando la inversión de colombianos en el exterior). En este rubro, se contabiliza el ahorro-inversión conseguido a través del MGC y el MILA (para empresas peruanas y chilenas), ya que son fuentes externas de financiamiento.

Los usos privados vendrían por el lado de la demanda de crédito de firmas y hogares. La cartera total del sector financiero se desaceleró del 20% real a finales de 2011 a cerca del 10%-11% real anual durante 2012. Así, en ausencia de fluctuaciones abruptas en la economía, la expansión crediticia se mantendría en esos valores en lo corrido de la década, lo cual es consistente con un crecimiento promedio del 5.6% por encima del crecimiento del PIB nominal. Así, la relación Cartera/PIB se estaría incrementando del 39% en 2012 al 58% del PIB en 2020. Por su parte, el sector privado tendría que

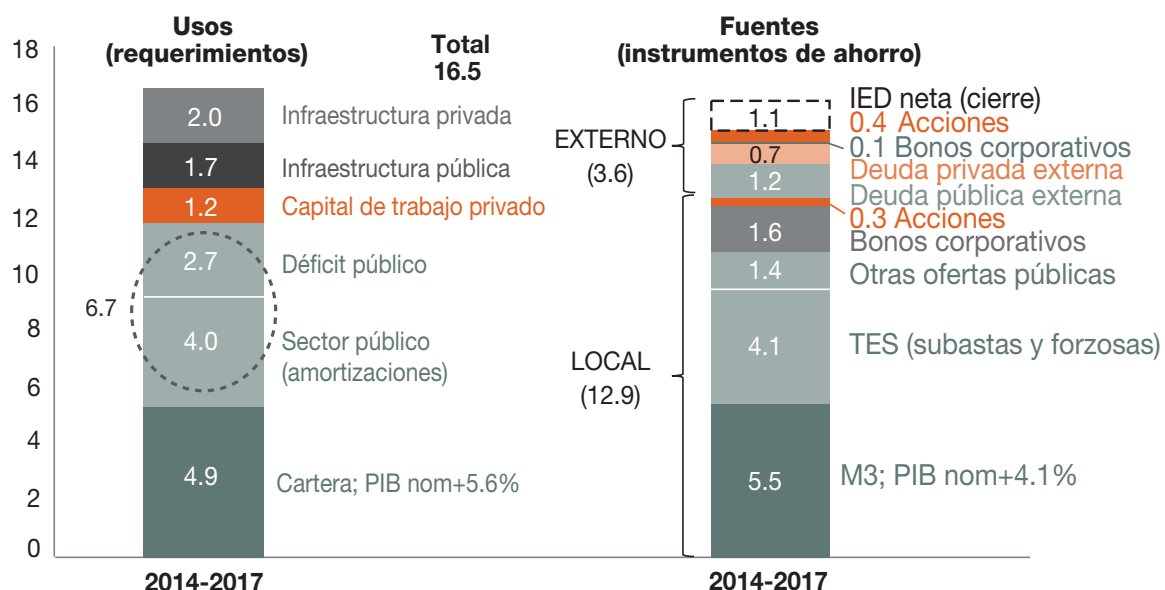
usar un 1.6% del PIB de sus recursos para financiar la parte de la infraestructura que correspondería al sector privado.

2. Resultados en el período 2014-2017

En este período, los requerimientos de recursos en la economía llegarían a un 16.5% del PIB/año, principalmente por mayores requerimientos del sector público (tanto para déficit como para amortizaciones y otros) y por incrementos de gasto para infraestructura. Los requerimientos públicos llegarían al 6.7% del PIB (un 4% del PIB de amortizaciones y otro 2.7% del PIB por déficit fiscal). El gasto en infraestructura para 2014-2017 promediaría un 3.7% del PIB (2% del PIB sería privado y 1.7% público). El crecimiento anual de la cartera requeriría recursos por un 4.9% del PIB y el capital de trabajo de las empresas requeriría una financiación por el 1.2% del PIB (ver gráfico 37).

Para atender dichos requerimientos, se contaría con fuentes de ahorro locales por un 12.9% del PIB, en donde el incremento anual del M3 aportaría un 5.5% del PIB y el sector público aportaría un 5.5% del PIB (4.1% en subastas de TES y 1.4% en otras fuentes públicas). Las emisiones de acciones y bonos corporativos adquiridos por residentes nacionales aportarían un 1.9% del PIB, donde la emisión de los bonos corporativos explica el aporte del 1.6% del PIB (10% del total) y las acciones sólo el 0.3% del PIB (2% del total). Las fuentes externas proveerían un 3.6% del PIB en promedio en 2014-2017 (1.2%-0.7% del PIB de deuda pública-privada externa y 0.5% de emisiones de acciones-bonos adquiridos por extranjeros). Se necesitaría entonces cerca de un 1.1% del PIB en IED neta para conseguir que los requerimientos de recursos en la economía, entre 2014-2017, puedan ser sufragados por los diferentes instrumentos de ahorro-inversión.

Gráfico 37. Financiamiento total en Colombia 2014-2017
(% PIB)



Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera, Dane, Banco de la República y Ministerio de Hacienda.

3. Resultados en el período 2018-2020

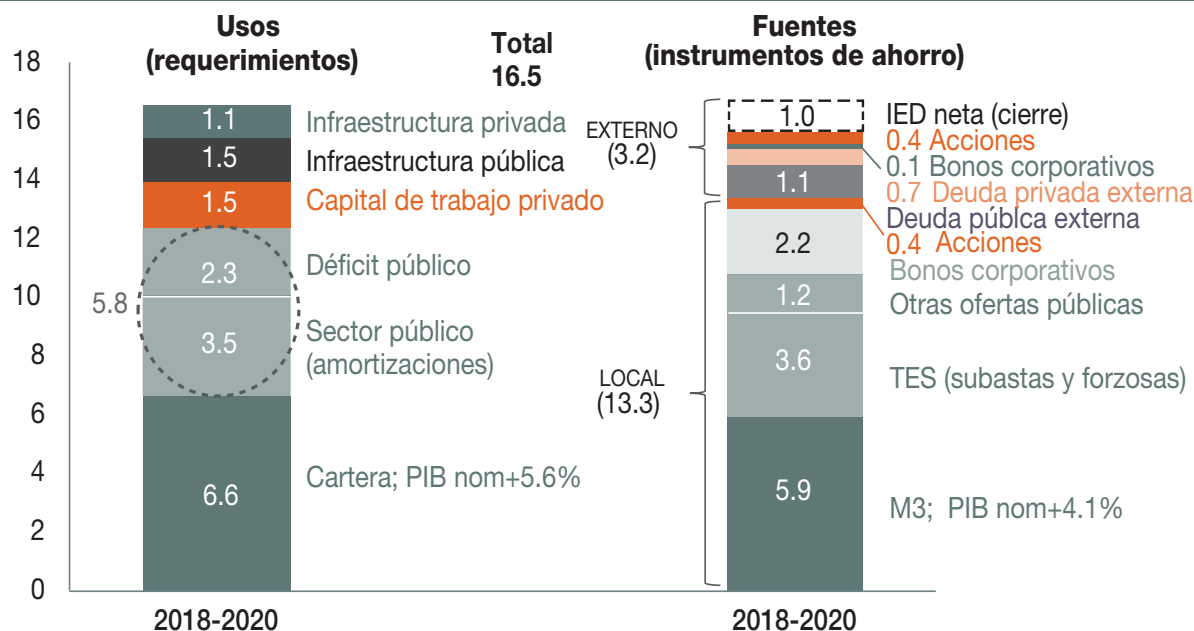
En este período de finales de la década, los recursos requeridos para el financiamiento permanecen sin variaciones respecto a 2014-2017. Esto se debe al menor requerimiento de recursos del sector público ya que el déficit sería del 2.4%, cifra inferior en 1pp a la obtenida en 2012. De otro lado, estarían las necesidades de mayores requerimientos de la expansión crediticia (6.6% del PIB) y del capital de trabajo privado (1.5% del PIB).

Para sufragar dichos requerimientos se cuenta con un 13.3% de recursos de ahorro interno en cabeza del crecimiento anual del stock de M3 (5.9%

del PIB), el sector público (3.6% del PIB atribuible a subastas de TES y 1.2% a otras fuentes públicas) y un 2.6% del PIB en emisiones de acciones y bonos corporativos. Ello deja al sector externo con una carga del 3.2% del PIB consistente con la disminución del 1.1% PIB en deuda pública externa, el 0.7% en la deuda pública privada y el 0.5% del PIB en recursos provenientes de compras de acciones-bonos por parte de extranjeros. Sería necesario un 1% del PIB en IED neta para cerrar el modelo (ver gráfico 38).

En síntesis, las proyecciones realizadas para las diferentes fuentes de ahorro en Colombia durante 2013-2020 permiten inferir que los recursos alcanzarían para financiar gran parte del curso

**Gráfico 38. Financiamiento total en Colombia 2018-2020
(% PIB)**

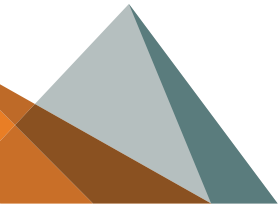


Fuente: cálculos Anif con base en Superintendencia Financiera, Dane, Banco de la República y Ministerio de Hacienda.

“normal” de la economía y los nuevos proyectos (de infraestructura). No obstante, se necesitaría atraer, en promedio, recursos por el 1% del PIB en forma de IED neta (6.1% del total del 16.5% del PIB) para cubrir el remante de gastos. Entre 2014 y 2018, un 6.7% del PIB sería para financiar los requerimientos públicos. Pero, entre 2018 y 2020, estas necesidades caerían a un 5.8% del PIB, permitiendo una mayor expansión de las iniciativas de carácter privado.

En la medida en que las fuentes de ahorro aquí analizadas crezcan con esta dinámica, será posible financiar la inversión requerida para lograr rela-

ciones de Inversión/PIB en el umbral 30%-32% frente a los actuales 26%-28%. Como vimos en los capítulos iniciales, ésta es una de las condiciones requeridas para acelerar nuestro crecimiento económico (por quinquenios) de los valores históricos del 4%-5% anual hacia el ansiado 5%-6% anual. En principio, los “cuellos de botella” para lograr tal objetivo no parecerían estar por el lado del ahorro (gracias a la expansión del mercado de capitales), sino que estarían más cifrados en las problemáticas de concepción y gestión de las obras de infraestructura (Comisión de Infraestructura, 2012), sin las cuales nos sería imposible aprovechar los TLCs y acelerar su crecimiento.



V. CONCLUSIONES

En este documento hemos analizado las diferentes fuentes de ahorro de la economía colombiana, su diversificación y su capacidad para satisfacer ese crecimiento de la inversión-deseada a ritmos del 10% real por año, que eventualmente nos llevarían a un nivel de apalancamiento Inversión/PIB del 30%-32%. De lograrse dicho objetivo, entonces la economía colombiana estaría en capacidad de incrementar su ritmo de crecimiento “sostenible” (por quinquenios) del actual 4%-5% anual hacia el 5%-6% anual en el futuro cercano.

Nuestro análisis del modelo de “capital incremental” (ICOR) nos permitió establecer que, durante el período 2011-2014, Colombia seguramente seguirá creciendo a tasas históricas del 4% anual, salvo que se haga una “gran cruzada” para acelerar la ejecución de los proyectos de infraestructura y se amplíen dichos programas hacia el horizonte 2016-2020. Vimos que, durante la última década, 2002-2012, el crecimiento del ingreso per cápita ha sido del 2.8% anual, lo cual implica una duplicación en el horizonte de 25 años, inferior a la del promedio histórico de 32 años (1965-2012). En cambio, Asia (excluyendo Japón) ha venido creciendo su PIB per cápita a tasas cercanas al 5% anual durante la última década (liderados por China y Vietnam), frente a una América Latina que crece a ritmos de sólo el 2.5% anual. Esto implica que Asia ha venido duplicando su ingreso per cápita real cada 15 años, mientras que en la región debe-

mos esperar casi 30. Para cambiar esta situación, Colombia y América Latina deben incrementar su inversión (deseada) y allegar los recursos de ahorro necesarios para concretar dicha aspiración.

Hemos constatado que Colombia tiene una gran oportunidad de dar dicho salto hacia el crecimiento acelerado, pues las necesidades de infraestructura ya han sido identificadas y, además, atravesamos por un buen momento para seguir la profundizando el mercado de capitales. Por ejemplo, la capitalización bursátil del Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC), medida de forma tradicional, aumentó del 33% al 74% del PIB durante el período 2006-2012, promediando una valorización del 28% anual. Adicionalmente, el stock de bonos corporativos pasó de representar el 4.2% al 5.9% del PIB durante el mismo período.

Además, se espera que con el advenimiento de los llamados “portafolios generacionales” (Ley 1328 de 2009), sumándonos a las experiencias de Chile, México y Perú, se alarguen los horizontes de inversión de los ahorradores jóvenes, al aprovechar mejor el llamado “Beta Financiero” (riesgo/retorno). Bajo un escenario optimista, cabe esperar que los recursos administrados por las AFPs puedan elevarse del actual 22% del PIB hacia un 28% del PIB al cierre de 2020, suponiendo que dichos portafolios logren mantener retornos en el rango 6%-10% real por año y que se concreten ganancias en formalización del 10% (en la relación

Cotizantes/PEA), tal como lo proyecta el gobierno tras la reforma tributaria de la Ley 1607 de 2012 que sustituyó un 13.5% de sobrecostos no salariales por recursos tributarios del CREE.

También cabe resaltar que, desde 2005, se vienen consolidando otras fuentes de ahorro locales, como las carteras colectivas (CCs), las fiduciarias y los Fondos de Capital Privado (FCPs). El valor de los fondos administrados por las CCs ha pasado de \$25 billones en 2009 (un 5% del PIB) a \$43 billones en 2012 (un 6.6% del PIB), donde las sociedades fiduciarias administraron el 4.6% del PIB en 2012 (\$30 billones). Nótese que las sociedades fiduciarias también han ido incrementando su participación en las pensiones voluntarias, pasando de \$0.5 billones (un 0.1% del PIB) en 2009 a \$3.2 billones en 2012 (un 0.5% del PIB).

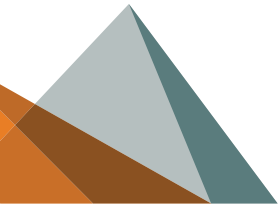
A pesar del menor dinamismo del mundo desarrollado en 2012-2013, creciendo sólo a tasas del 1% anual, Colombia atraviesa por una favorable coyuntura dentro de América Latina. Ello se manifiesta en una oferta de recursos que viene sumando una IED del orden del 3% del PIB por año y deuda externa que, curiosamente, ha continuado decayendo, al pasar de un stock del 36%-40% del PIB en 2000-2003 a cerca del 20% del PIB durante los últimos años.

A nivel de fuentes externas, el menú de opciones del propio mercado de capitales globales se amplió para los colombianos durante 2010-2012. Ahora se cuenta con el Mercado Global Colombiano (MGC), aunque los volúmenes negociados allí aún son muy bajos, \$1.220 millones en 2012. Otra alternativa proviene del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), cuya capitalización bursátil ascendió al 89% del PIB (conjunto de Colombia, Chile y Perú). Dicho MILA podría crecer aún más si se concreta la vinculación de México a dicho mercado, aunque la coyuntura actual no luce muy favorable a tal fin.

Para satisfacer las necesidades de inversión de Colombia, antes comentadas, se requiere atraer no menos de un 1% del PIB anual bajo la forma de IED neta (lo cual representa el 6.1% del total de requerimientos de inversión, por valor del 16.5% del PIB). Además, durante 2014-2018, los requerimientos del sector público estarán acaparando cerca de un 6.7% del PIB por año, los cuales podrían descender hacia un 5.8% del PIB durante 2018-2020, abriendo espacio para una mayor financiación de los proyectos del sector privado.

Las proyecciones aquí presentadas, sobre fuentes de ahorro en Colombia para el período 2013-2020, nos permiten inferir que los recursos alcanzarían para financiar gran parte del curso “normal” de la economía y los nuevos proyectos (de infraestructura). No obstante, se necesitaría atraer, en promedio, recursos por un 1% del PIB en forma de IED neta (6.1% del total del 16.5% del PIB) para cubrir el remante de gastos. Entre 2014 y 2018, un 6.7% del PIB sería para financiar los requerimientos públicos. Pero, entre 2018 y 2020, estas necesidades caerían al 5.9% del PIB, permitiendo una mayor expansión de las iniciativas de carácter privado.

En la medida en que las fuentes de ahorro aquí analizadas crezcan con esta dinámica, será posible financiar la inversión requerida para lograr relaciones de Inversión/PIB en el umbral 30%-32% frente a los actuales 26%-28%. Como vimos, ésta es una de las condiciones requeridas para acelerar nuestro crecimiento económico (por quinquenios) de los valores históricos del 4%-5% anual hacia el ansiado 5%-6% anual. En principio, los “cuellos de botella” para lograr tal objetivo no parecerían estar por el lado del ahorro (gracias a la expansión del mercado de capitales), sino que estarían más cifrados en las problemáticas de concepción y gestión de las obras de infraestructura.



REFERENCIAS

- Anif (2008a), "Inversionistas institucionales: los Fondos de Pensiones", *Enfoque* No. 22 de abril de 2008.
- Anif (2008b), "Los fondos de capital privado: desarrollos del mercado colombiano", *Enfoque* No. 24 de junio de 2008.
- Anif (2009a), "La dualidad del sistema pensional colombiano", *Enfoque* No. 38 de octubre de 2009.
- Anif (2009b), "Multifondos: lecciones desde Chile y Perú", *Enfoque* No. 37 de septiembre de 2009.
- Anif (2010), "Crisis y recuperación: ¿Hacia dónde van los Fondos de Capital Privado?", *Enfoque* No. 40 de febrero de 2010.
- Anif (2011), La Torre de Babel pensional: hacia una cartilla actuarial para Colombia, septiembre.
- Anif (2012a), "Crecimiento económico de mediano plazo: ¿Qué nos dice el modelo de capital incremental?", *Informe Semanal* No. 1151 de diciembre 3 de 2012.
- Anif (2012b), "Productividad, crecimiento y mercado laboral en Colombia: ¿Qué ha pasado en la fase de recuperación 2010-2012?", *Informe Semanal* No. 1133 de diciembre 17 de 2012.
- Anif (2012c), "Mercados de capitales y crisis mundial", *Enfoque* No. 62 de junio de 2012.
- Anif (2012d), "Evolución de los bonos corporativos en Colombia", *Enfoque* No. 63 de julio de 2012.
- Anif (2012e), "Desarrollo de infraestructura y oportunidades de financiación", *Mundo Fiduciario* No. 15 de noviembre de 2012.
- Anif (2012f), "Balance de 2012: ¿qué esperábamos y qué pasó?", *Informe Semanal* No. 1153 de diciembre 17 de 2012.
- Anif (2012g), "Carteras colectivas", *Enfoque* No. 67 de noviembre de 2012.
- Anif (2012h), "El Mercado Global Colombiano", *Enfoque* No. 66 de octubre de 2012.
- Anif (2013a), "El esquema de multifondos generacionales y su impacto en Colombia", *Enfoque* No. 69 de febrero de 2013.
- Anif (2013b), "El mercado de renta variable en Colombia: ¿Qué esperamos para 2013?", *Comentario Económico del Día* 13 de febrero de 2013.
- Anif-Correval (2010), Mercado de capitales y alternativas de financiamiento en Colombia, marzo.
- Anif-Correval (2012), Mercado de renta variable en Colombia: una visión de largo plazo en medio de la turbulencia internacional, marzo.
- Asofiduciarias (2012), Cartilla Fiduciaria, octubre.

- Carranza J. y Moreno S. (2013), "Tamaño y estructura vertical de la cadena de producción industrial colombiana desde 1990", *Borradores de economía*, No 751, Banco de la República, enero.
- Clavijo S. (1987), "Hacia una caracterización del comportamiento de la velocidad de circulación del dinero", *Ensayos sobre política económica*, Banco de la República, diciembre.
- Clavijo S., Vera A. y Vera N. (2012), "La inversión en infraestructura en Colombia 2012-2020: efectos fiscales y requerimientos financieros", revista *Carta Financiera* No. 161 de Enero-Marzo de 2013.
- Clavijo S., Fandiño A. y Vera, A. (2012), "La des-industrialización en Colombia: análisis cuantitativo de sus determinantes", Anif, noviembre.
- Comisión de Infraestructura (2012), Informe Comisión de Infraestructura. En: <http://www.fedesarrollo.org.co/wp-content/uploads/2011/08/Comisi%C3%B3n-de-Infraestructura-Informe-Octubre-2012.pdf>
- Córdoba J.P. & Martínez J.A. (2010), Mercados Integrados Latinoamericanos, noviembre.
- Deceval (2010), Guía Mercado Global Colombiano, noviembre.
- Fedesarrollo (2010), El sistema pensional en Colombia: retos y alternativas para aumentar la cobertura, abril.
- Llano J. y Urrutia M. (2012), "Los actores de la crisis económica de final de siglo", Editorial Universidad de los Andes.
- Rojas C. y Vera A. (2011), "Strength in Numbers", *Americas Quarterly*, Winter 2011.
- Superintendencia Financiera (2012), Fondos de Capital Privado, Naturaleza, Capital, Procesos, febrero.
- Urrutia M. (2002), "Una visión alternativa: la política monetaria y cambiaria en la última década", *Borradores de Economía*, Banco de la República, agosto.

ANEXO 1 VEHÍCULOS DE AHORRO-INVERSIÓN EN 2012-2013

Clasificación de los fondos de pensiones e inversión		
AFPs		Número de fondos *
Fondos de pensiones obligatorios y voluntarios		5
Fondos de cesantías		5
Fondos de inversión administrados por sociedades fiduciarias		Número de fondos
Carteras colectivas (CCs)	Generales	108
	Mercado monetario	5
	Inmobiliarias	6
	Búrsatiles	1
Total		120
Fondos de Capital Privado (FCPs)	Minero - energético	1
	Infraestructura	5
	Comunicaciones y cine	1
	Inmobiliario	4
	Activos alternativos	3
	Financiero y monetario	3
	Medio ambiente	2
	Sector real	1
	Cualquiera	3
Total		23

* A enero de 2013.

Fuente: Superintendencia Financiera.

Inversiones de las sociedades fiduciarias		
	Tipo de activo	Número de sociedades
Inversiones	Acciones	13
	Bonos	3
	CDTs	4
	Fondos	9
	Pagares	3
	TES	14
	Títulos de deuda pública externa	1

Fuente: Superintendencia Financiera. Corte a septiembre de 2012.

Resumen		
	Instrumento	Número de fondos
	AFPs	5*
	Fondos de inversión	249
	FCPs	41**
	CCs	208

* A enero de 2013.

** A septiembre de 2012.

Fuente: Superintendencia Financiera y Federación Ibero - Americana de Fondos de Inversión.

ANEXO 2 CONFERENCIA CREDICORP CAPITAL DANIEL VELANDIA





Mercado Accionario

Las correcciones recientes generan nuevas oportunidades



- 2012 fue un año positivo para el mercado local enmarcado por una valorización de más del 16.7% en el Colcap (similar a nuestra estimación de 15%) y por un volumen de negociación que, previo a la situación de liquidación de una de las firmas más importantes del país (Interbolsa), se acercó a los COP 200 mil millones diarios, culminando finalmente el año en COP 188 mil millones.
- 2013 ha sido difícil: caídas en precios del petróleo y retrocesos en las bolsas emergentes, desde febrero principalmente, han sido acompañados por eventos locales como (i) anuncios de nuevas emisiones por montos importantes que han conllevado algunas presiones a la baja sobre los precios del mercado (bien sea por menores compras a la espera de participar en la emisión o por recomposiciones en los portafolios para tener los recursos necesarios para acceder a ésta), (ii) resultados inferiores del 4T12 en algunos casos (e.g. sector petrolero) y (iii) el pago de dividendos en una sola cuota por parte de Ecopetrol. Estos dos últimos eventos llevaron a una desvalorización del 20% en el precio de la acción de Ecopetrol en el YTD al cierre de abril, presionando a la bolsa local a la baja.

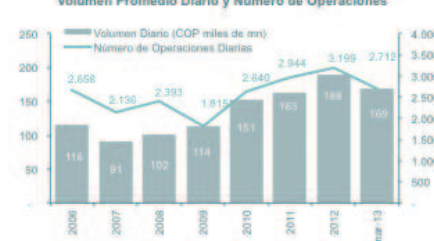
Mercado accionario: capitalización y negociación

CREDICORPcapital
BCP Capital | Correal | IM Trust

Capitalización Bursátil Histórica y Año Corrido

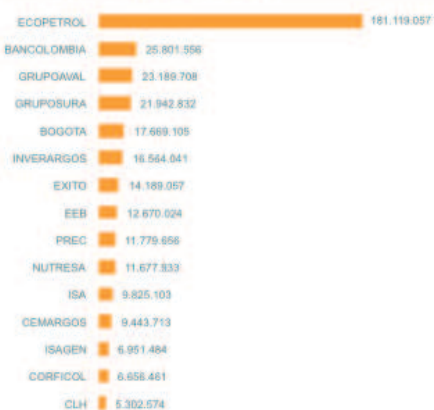


Volumen Promedio Diario y Número de Operaciones



Fuente: BVC, Credicorp Capital

Capitalización Bursátil (COPmn) 25-abr-13



Ecopetrol representa el 42% de la capitalización bursátil total del mercado colombiano, mientras que las primeras 15 compañías concentran el 86%.

RESEARCH
TEAM

Mercado accionario: valorizaciones 2012

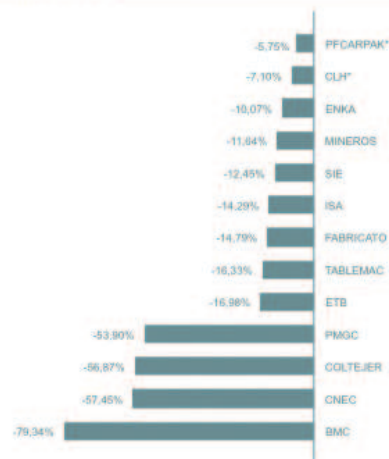
CREDICORPcapital
BCP Capital | Correal | IM Trust

Valorizaciones



Fuente: Bloomberg, Credicorp Capital

Desvalorizaciones



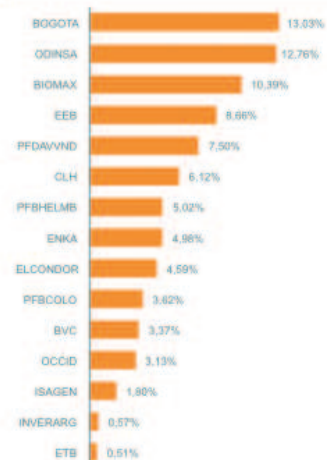
*Desde fecha de emisión

RESEARCH
TEAM

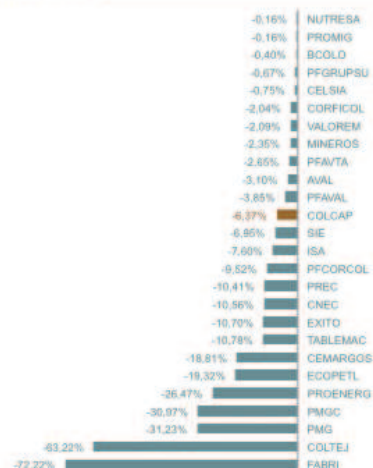
Mercado accionario: valorizaciones Año corrido (25-abr-2013)



Valorizaciones



Desvalorizaciones



Fuente: Bloomberg, Credicorp Capital

RESEARCH
TEAM

Composición del Índice Colcap



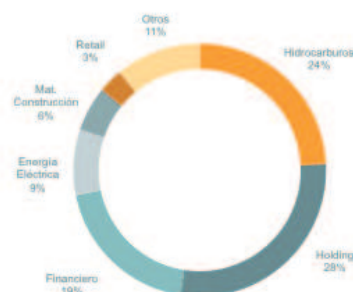
Canasta Informativa Colcap (24-abr-13)

Compañía	Colcap 2T13	Vol. Prom. 180 D' (COPm)	Sector
ECOPETROL	20.0%	34,174	Hidrocarburos
PFGROUPSURA	13.8%	9,689	Holding
PFBICOLOM	13.2%	11,902	Financiero
INVERARGOS	11.3%	5,164	Holding
NUTRESA	7.1%	4,610	A&B
EXITO	6.3%	6,379	Retail
CEMARGOS	4.4%	5,135	Md. Construcción
ISA	4.0%	2,862	Energía Eléctrica
PREC	3.9%	17,490	Hidrocarburos
CORFICOLCF	3.1%	4,092	Holding
PFDVAVNDA	2.7%	5,195	Financiero
PFAVAL	2.6%	4,210	Financiero
ISAGEN	2.5%	1,903	Energía Eléctrica
EEB	2.0%	4,062	Energía Eléctrica
CLH	1.3%	9,869	Md. Construcción
PFAVTA	0.6%	1,421	Aerónautica
BVC	0.4%	1,002	Financiero
PFBHEMBANK	0.3%	634	Financiero
PMGC	0.3%	1,421	Hidrocarburos
CNEC	0.2%	835	Hidrocarburos

Fuente: BVC, Ofas de Vol. Prom. Diario al 17-abr-13.

Fuente: BVC, Credicorp Capital

Distribución por Sectores

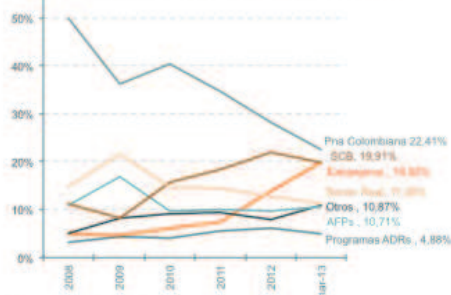


RESEARCH
TEAM

Participantes del Mercado: compras y ventas / mercado secundario



Participación Histórica y Año Corrido por Inversionista



Fuente: BVC, Credicorp Capital

Flujos Netos Históricos y Año Corrido



- En general, la tendencia en las posiciones del mercado se mantiene: las personas naturales continúan siendo los principales vendedores de acciones, comportamiento asociado tanto a las oportunidades de salida que dieron los primeros tres meses del año, como a la mayor aversión al riesgo global en los meses siguientes y los aspectos señalados atrás.
- Por su parte, los inversionistas profesionales (fundamentalmente Extranjeros y AFPs) mantienen su orientación hacia la compra, cada vez con mayor participación sobre el volumen de negociación de la plaza colombiana.
- Los extranjeros han sido compradores desde feb-10, acumulando compras netas por COP 7,2bn (USD 3.9 mil mn), mientras que entre ene-10 y mar-13 las personas naturales han acumulado ventas por COP 5,7bn (USD 3.1 mil mn). Sin embargo, cabe destacar que en mar-13 las personas naturales fueron compradores netos por primera vez en 38 meses (COP 32 mil mn).
- Si bien los extranjeros permanecen compradores netos a mar-13, sus flujos se han reducido frente a los observados en 2012.

RESEARCH
TEAM

Valor Relativo



Desarrollados



Emergentes LatAm

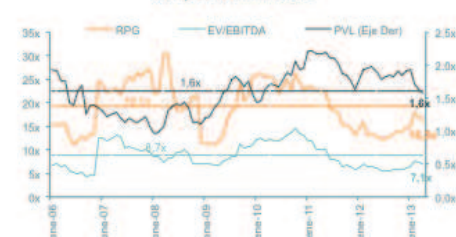


Múltiplos Región



Fuente: Bloomberg, Credicorp Capital

Múltiplos Históricos IGBC



RESEARCH
TEAM

Perspectivas 2013



Tesis de Inversión

- ✓ **Buenas Perspectivas de los Fundamentales:** Credicorp Capital espera un crecimiento del PIB de 4.7% en 2013 (vs. 4.3% estimado por el BanRep como cifra más probable) en la medida en que la economía reaccione a la postura expansiva de la política monetaria y a los programas anunciados por el Gobierno en materia de crecimiento (PIPE).
- ✓ **Mejora en Calificación de Riesgo Soberano:** El pasado 24 de abril S&P incrementó la calificación de Colombia a BBB (desde BBB-). El incremento se justificó en las positivas condiciones monetarias y fiscales que se presentan en el país y que se espera seguir observando y a los mejores prospectos de la economía colombiana en relación con otras de la región, producto del manejo dado a la economía por los últimos gobiernos.
- ✓ **Liquidez en los Mercados Internacionales:** Los estímulos de la FED (USD 85 mil mn/mes) y BoJ (USD 76.9 mil mn/mes) seguirán impulsando los activos de riesgo en la medida en que se prevé que su vigencia se mantenga a lo largo de todo 2013.
- ✓ **Resultados Corporativos:** Esperamos una moderación en las tasas de crecimiento de los resultados financieros, especialmente durante el primer semestre. Sin embargo, las perspectivas para los emisores locales siguen siendo favorables, en línea con las perspectivas de los fundamentales de Colombia y las economías donde tienen presencia dichos emisores (principalmente Latam).

Principales Riesgos

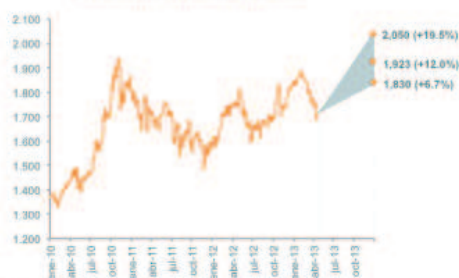
- **Demanda de Energía:** La recuperación de los desarrollados ha sido más lenta de lo que se esperaba en cuanto la recesión fue más profunda en Europa y el impacto sobre emergentes, especialmente China (donde el crecimiento de la economía se ha venido desacelerando), fue mayor. Lo anterior ha impactado negativamente la demanda de energía e hidrocarburos. El precio del petróleo retrocedió durante el primer trimestre, alcanzando niveles de USD 86/bbl en la referencia WTI. Sin embargo, los precios se han estabilizado a niveles cercanos a lo que esperamos sea el promedio del 2013 (alrededor de USD 92/bbl).
- **Efectos de Política Fiscal en EE.UU.:** Entre las medidas de consolidación fiscal se encuentra una reducción del gasto público (bajo los denominados *fiscal cliff* y *sequestration*) en el equivalente a un punto del PIB, lo que sin duda alguna restringe la capacidad de crecimiento de la economía.
- **Mayores Riesgos a la Baja en Europa:** El reconocimiento de los riesgos a la baja se reflejó en la revisión de las proyecciones que el BCE hizo en mar-13, que resultaron en un rango de crecimiento para el 2013 menor al estimado en dic-12. Así, el BCE ha admitido que el 2013 sería el segundo año de recesión, lo que asimismo se tradujo en un recorte de tasas a un nuevo mínimo histórico.
- **Nuevas Emisiones en el Mercado Local:** aunque lejos de los niveles históricos observados en 2011.

RESEARCH
TEAM

Perspectivas Acciones Colombia



Escenarios de Valorización Colcap



Fuente: Credicorp Capital

Nuestro escenario base de valorización a dic-13 es de 12.0%

Resumen de Recomendaciones Credicorp Capital

Emisor	Recomendación	P. Objetivo (dic-13)	Potencial	Dividend Yield
PREC ¹	Comprar	63,240	70.92%	2.15%
ISA	Vender	9,479	6.87%	2.12%
Celsia	Comprar	7,207	35.98%	1.89%
Núresca	Comprar	30,769	21.23%	1.56%
GrupoSura ²	Mantener	42,532	9.79%	2.52%
PDavvinda	Mantener	27,640	9.51%	2.22%
GrupoAval ²	Comprar	1,505	20.40%	4.03%
Isagen	Vender	2,556	0.24%	2.48%
EEB	Mantener	1,675	21.38%	3.19%
Cemargos	Mantener	8,792	7.22%	1.88%
Bolombia ²	Mantener	32,610	5.53%	2.44%
Grupo Argos	Mantener	22,759	7.76%	1.09%
Exito	Vender	31,068	-1.99%	1.68%
Ecopetrol	En revisión	N/A	N/A	8.61%
CorficolCF	Comprar	39,760	14.25%	7.93%

¹ Dividend Yield en USD

² Dividend Yield en pesos colombianos

- Desde feb-13 el mercado local ha presentado correcciones que han incrementado el potencial de algunas de las especies, teniendo en cuenta nuestros precios objetivo a dic-13.
- Adicionalmente, algunos de nuestros reportes recientes de cobertura han derivado en una modificación de precios. Los cambios más recientes en P.O. 2013 incluyen: Corficolombiana (Comprar), EEB (Comprar) y Cemargos (Mantener). El cambio en esta última llevó a una reducción en el P.O. de su matriz, Grupo Argos (Mantener), dado que el método de valoración implementado es de suma de partes (SOTP).

RESEARCH
TEAM

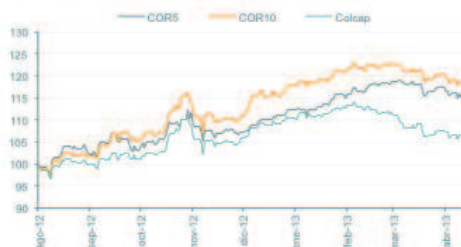
Acciones Recomendadas Abril 2013



Portafolios: Top 5 y Top 10

Compañía	Top 5		Top 10		Industria	Top 5		Top 10	
	Peso %	Cambio	Peso %	Cambio		Peso %	Cambio	Peso %	Cambio
EBB	27.0%	0.0	16.2%	0.0	Oil & Gas	28.1%	24.3%		
Corficol	27.0%	0.0	17.9%	0.0	Swiss. Finan.	27.0%	17.9%		
Ecopetrol	16.9%	0.0	16.8%	0.0	Utilitas	27.0%	23.1%		
PDVSA	17.4%	0.0	11.0%	0.0	Bancos	17.4%	21.3%		
PRIC	9.2%	0.0	6.1%	0.0	Holding		7.8%		
Plongosura			7.8%	0.0	Alimentos		6.0%		
Inditex			5.9%	0.0					
Plaval			4.9%	0.0					
Galva			4.9%	0.0					
PRBacolumbia			4.8%	0.0					

Retornos desde Creación (ago-12)



Estrategia

• Nuestra estrategia de inversión para 2013 considera compañías con (i) significativas oportunidades de crecimiento reflejados en múltiplos de valoración (actuales o futuros) atractivos o justos y (ii) alta liquidez. Esta segunda característica es particularmente importante en el mercado colombiano, en donde una gran muestra del universo de acciones presenta un alto riesgo implícito de liquidez. De esta manera, nueve de las diez compañías seleccionadas en el COR10 son parte del Colcap, con lo cual, nuestro elemento diferenciador respecto al benchmark radica en los pesos asignados en este caso.

• Cabe señalar que nuestros modelos de valoración arrojan recomendaciones de "Mantener" en varios de los activos seleccionados, lo que implica precios cercanos a su valor justo. Sin embargo, nuestra selección de activos toma en cuenta aquellos que presentan mejores fundamentales y que podrían presentar oportunidades de valorización a futuro.

10/04/2013	Día	U.Sem.	U. Mes	YTD	Desde último cambio	Desde creación*
CORF	-0.34%	-0.34%	-0.10%	2.47%	-0.40%	10.95%
COR10	-0.34%	0.03%	-1.11%	0.60%	-0.14%	20.97%
COLCAP	0.15%	0.90%	-0.70%	-0.48%	-1.33%	6.69%

10/04/2013	Día	U.Sem.	U. Mes	YTD	Desde último cambio	Desde creación*
CORF vs. COLCAP	-0.49%	-1.20%	-1.40%	6.95%	-0.10%	8.30%
COR10 vs. COLCAP	-0.49%	-0.94%	-1.07%	4.08%	-0.99%	14.17%

*Desde 1 de Agosto, 2012.
Los retornos mostrados son índices y no incluyen el efecto de comisiones.
Los porcentajes de la columna de rebalancios corresponden.

RESEARCH
TEAM

10

La producción de petróleo comenzó a recuperar su dinámica en el 1T13



- Durante 2012, la producción de petróleo promedio diaria alcanzó 944 kbpd, lo que significó un incremento de tan sólo 3.3% frente al nivel observado en 2011 (cuando la producción creció un 16.4%), constituyéndose en la tasa más baja de crecimiento desde 2007.
- La desaceleración se explicó en buena parte por restricciones administrativas, particularmente por cuenta de los rezagos en el otorgamiento de licencias ambientales por parte de la Autoridad Nacional de Licencias Ambientales (ANLA), de tal manera que el tiempo promedio para su aprobación se duplicó (a cerca de un año). De otra parte, se generaron restricciones de transporte por problemas de orden público no sólo por voladuras de oleoductos sino protestas de comunidades por el nuevo sistema de regalías.
- En todo caso, se estimó que, a lo largo de 2012, cerca de 105 kbpd de producción se encontraban 'parados/comprometidos', de los cuales cerca de un 70% se explicaron por los retrasos en licencias ambientales.
- Dado que la IED dirigida al sector se mantiene en niveles máximos (USD 5.377 mn en 2012), al mismo tiempo que se esperaba la solución gradual de los inconvenientes de tipo operativo observados el año pasado, se prevé una recuperación del crecimiento de la producción de crudo a tasas cercanas a 8%-9% en 2013. De hecho, durante 1T13 la producción creció un 8.6% a/a (1,008kbpd).

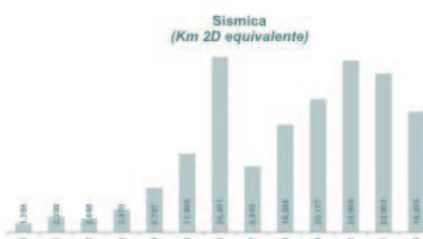
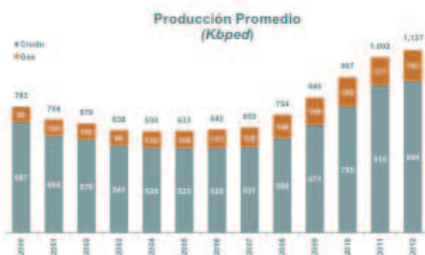


Fuente: ANH, BarRep, Credicorp Capital

RESEARCH
TEAM

10

Indicadores generales del sector



Fuente: ANH, Credicorp Capital

RESEARCH
TEAM

Precios: riesgos a la baja se materializan



- El incremento en la producción de EE.UU. Derivada de recursos no convencionales ha implicado un incremento en los inventarios de petróleo, alcanzando niveles máximos. A esto se suma un debilitamiento de la demanda debido a las labores de mantenimiento de varias refinerías.
- Esto ha sido contrarrestado parcialmente por una menor oferta en el mar del Norte y las sanciones impuestas a Irán.
- Por su parte, el *spread* entre el Brent y el WTI ha venido cayendo debido a la mejora en la infraestructura de transporte en Europa, la debilidad de la demanda en ese Continente y las mejoras en los datos económicos de EEUU (en el margen).
- Para el segundo semestre del año se espera que la reapertura de varias refinerías genere un incremento en la demanda, si bien es necesario evaluar hasta qué punto este factor puede contrarrestar la desaceleración en la demanda de China.
- Por el lado de la oferta, es necesario monitorear la situación de Irán. Esto es, si las negociaciones sobre desarme nuclear no prosperan, es posible que se observen presiones al alza sobre los precios del petróleo.
- En general, resulta probable que la tendencia de los precios del petróleo en el mediano plazo continúen atados a los datos fundamentales de países desarrollados así como a la evolución de la producción y la demanda en EE.UU. en particular.



Fuente: Bloomberg, Credicorp Capital

RESEARCH
TEAM

Hidrocarburos: oportunidades y riesgos



Oportunidades

- Gran parte del territorio nacional no ha sido explorado.
- La normatividad es clara.
- El alto valor del crudo permite explorar campos maduros y abandonados.
- Los contratos celebrados entre la ANH y el inversionista son flexibles.
- El factor de éxito en Colombia es alto.
- La ANH y Ecopetrol estiman un potencial de reservas *in-situ* de 47,000 millones de barriles.
- Ecopetrol y otras de las principales empresas de E&P están haciendo inversiones importantes en materia de infraestructura.
- Las políticas de seguridad de los gobiernos recientes han dado tranquilidad a los inversionistas que dirigen sus recursos hacia Colombia.
- Colombia es grado de inversión y recientemente S&P mejoró la calificación de BBB- a BBB, por lo cual es de esperar que la dinámica de recursos extranjeros hacia sectores productivos del país se mantenga en los próximos años.
- Ronda Colombia 2012.
- Hidrocarburos no convencionales.

Riesgos

- El *upstream* de la cadena es riesgoso: i) Operatividad compleja; ii) Condicionada al éxito exploratorio.
- Volatilidad del precio del subyacente.
- Las empresas que conforman este sector en Colombia son, por lo general, empresas extranjeras de bajo capital en términos relativos y que cotizan en bolsa de valores; por lo tanto, su valor se ve afectado por la especulación del mercado.
- La alta demanda que tienen los activos petroleros (bloques), puede encarecer la actividad exploratoria. Adicionalmente, la apreciación de la moneda local genera una menor competitividad en la industria nacional.
- El crecimiento de la infraestructura, principalmente el transporte, no ha crecido al ritmo de los descubrimientos y la mayor producción, generando cuellos de botella para la industria.
- Recrudescimiento de problemas en materia de orden público.
- Retrasos en el otorgamiento de licencias ambientales.

RESEARCH
TEAM

10

Ecopetrol P.O.2013: En Revisión (COP 5,590 anterior)



Highlights

- Compañía más grande del sector de hidrocarburos y del país (Jugador Mayor).
- Reservas 1P 2012: 1,877 mbpe; 47% del país en 2012.
- Producción bruta 2012: 754 kbpd (84.2% crudo). 70% aprox. de la producción del país.
- Única integrada en Colombia:
 - 100% de la refinación (Cartagena + Barranca)
 - 90% en petroquímica (polipropileno)
 - 77% de capacidad instalada en transporte de crudo y 99% de la capacidad en productos.

Tesis de inversión

- ✓ La compañía normalmente ha cumplido con lo planteado en el plan estratégico en términos de inversiones, producción y actividad exploratoria. Cuenta con un agresivo plan de inversión por USD 80 mil mri entre 2012 y 2020.
- ✓ Ampliación de márgenes en el *downstream* (refinación) e inversión en infraestructura de transporte. Se espera un aumento de capacidad instalada (REFICAR 2x) y una ampliación de márgenes.
- ✓ Solidez financiera / capacidad de generación de caja y altas rentabilidades, superiores a las de comparables.
- ✓ Empresa vieja ≠ empresa madura: crecimiento en producción y reservas es superior al de compañías integradas del mundo: múltiples descuentan mejores perspectivas.
- ✓ Dada la preponderancia en el mercado y los índices, el riesgo diferencial derivado de no tener Ecopetrol en el portafolio es muy alto.
- ✓ Dividendo atractivo.

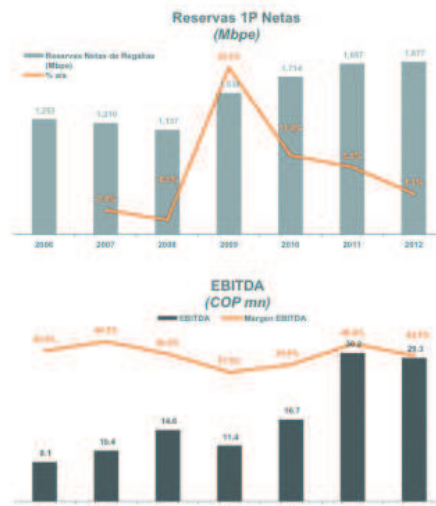
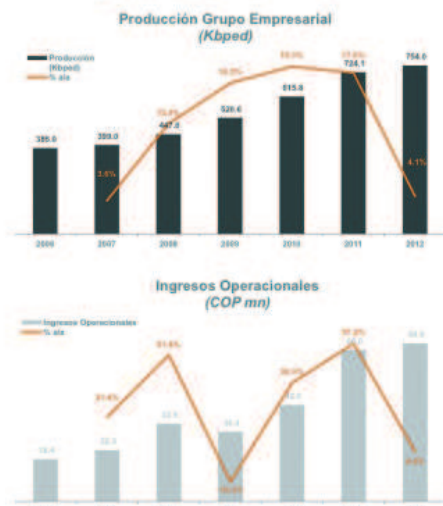
Principales riesgos

- X Precio del crudo y productos (mitigado parcialmente por integración a lo largo de la cadena).
- X Éxito en la actividad exploratoria es crucial para la ampliación de la vida media de las reservas.
- X Eventual proceso de venta por parte del Gobierno Nacional: no se espera en el corto plazo.
- X El retroceso en las condiciones de orden público genera preocupaciones sobre el desempeño del sector y de la compañía en particular.
- X Aspectos administrativos y regulatorios (licencias, regalías y comunidades).
- X Infraestructura.

RESEARCH
TEAM

11

Ecopetrol Principales Cifras



Fuente: Ecopetrol, Gredicorp Capital

RESEARCH
TEAM

Ecopetrol Información Básica



Volúmenes y Variación	Volúmenes (COP mn)	Volúmenes (USD mn)	Variación ECOPETROL	Variación COLCAP
30 días	46,136	20.3	-13.1%	-3.3%
Actu. Corrido	38,702	21.8	-18.3%	-6.4%
12 meses	37,372	21.3	-20.1%	-1.3%

Resúmenes Clave / Valor	ECOPETROL	COLCAP
Último (25-Abr-2013)	4,405	1,716
Máximo 12 meses	4,225	1,987
Mínimo 12 meses	3,660	1,888

2012 - 4	COP mn	USD mn
Market Cap (25-Abr-2013)	176,852,033	36,724
Ingresos Operacionales	17,756,185	10,024
EBITDA	6,124,688	3,462
Margen EBITDA	34.5%	34.5%
Utilidad Neta	3,020,779	2,094
Margen neto	20.4%	20.4%
Activos	100,647,980	55,975
Patrimonio	65,250,511	36,293



Fuente: Ecopetrol, Gredicorp Capital

RESEARCH
TEAM

Pacific Rubiales P.O.2013: 63,240 - Compra



Fuente: Prec

Highlights

- Compañía listada en Canadá y en Colombia. Es la mayor compañía de E&P independiente de petróleo gas en el país, superada solamente por Ecopetrol.
- Operaciones en Colombia, Guatemala, Perú, Guyana, Papúa Nueva Guinea y Brasil.
- 72 bloques (14.4 millones de acres netos): 49 exploratorios, 10 de producción y 13 de E&P.
- Reservas 2P: 514 mbpoe +26% frente a diciembre de 2011
 - 59% crudo pesado, 21% ligero y mediano y 20% gas natural
 - 65% P1
 - Vida media: 14 años
- Factor de éxito exploratorio del 80%.

Tesis de inversión

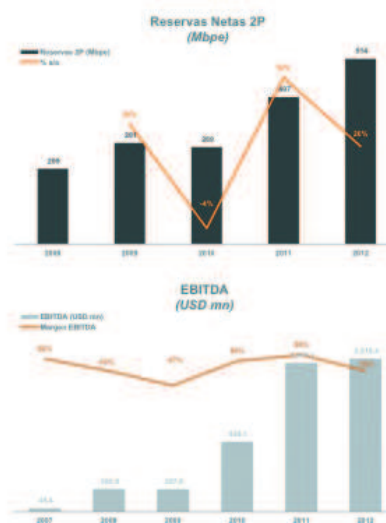
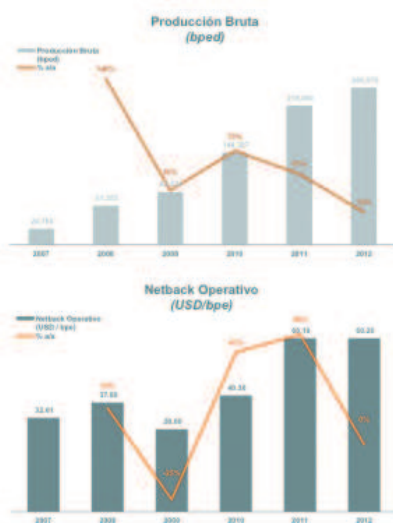
- ✓ Base de producción amplia y sólida, que soporta suficientemente su operación y gran parte de su plan de inversión.
- ✓ Amplio y diversificado portafolio de exploración con activos de alta prospectividad y la alta capacidad de desarrollo e implementación de proyectos tecnológicos innovadores (STAR).
- ✓ Grandes desarrollos en infraestructura, tanto en los campos como a nivel de transporte, apoyan las actividades de producción y exploración.
- ✓ Iniciativas para la reducción de costos.
- ✓ Probada capacidad para desarrollar e incrementar la productividad de campos de crudo pesado. Socio de Ecopetrol en sus dos campos más importantes: Rubiales y Quifa.
- ✓ Precios actuales: descuento respecto del valor presente de las reservas.

Principales riesgos

- X Naturaleza del negocio, la compañía está expuesta a las altas volatilidades en el precio del crudo. Las acciones de las compañías de E&P son de las más volátiles de la bolsa local; la inversión debe estar limitada para inversionistas de perfil de riesgo alto.
- X Incertidumbre sobre continuidad del contrato de operación del campo Rubiales.
- X El retroceso en las condiciones de orden público genera preocupaciones sobre el desempeño del sector y de la compañía en particular.
- X Eventos adicionales: DIAN, orden público zonas de explotación, multas SuperSociedades, licencias, cláusula de precios altos.

RESEARCH
TEAM

Pacific Rubiales Principales Cifras



Fuente: PREC, Credicorp Capital

RESEARCH
TEAM

Pacific Rubiales Información Básica



Precio y volúmenes operados

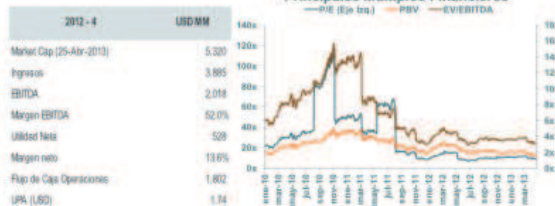


Volumen y Variación	Volumen (COP MM)	Volumen (USD MM)	Variación PREC	Variación COLCAP
30 días	18,063	10.2	-2.9%	-3.3%
Año Cambio	19,413	11.8	-10.4%	-6.4%
12 meses	23,630	13.2	-26.2%	-1.9%

Precio de Compra / Valor	PREC	COLCAP
Último (25-Abr-2013)	37,000	1,716
Máximo 12 meses	34,680	1,587
Mínimo 12 meses	51,500	1,886

Fuente: PREC, Credicorp Capital

Principales Múltiplos Financieros



RESEARCH
TEAM

Colombia, un sector bancario atractivo



- En nuestra opinión, el sector bancario colombiano es uno de los más atractivos a nivel mundial, basados en las oportunidades de crecimiento de la cartera y en la rentabilidad de los bancos locales.
- De acuerdo al *Financial Access Survey* del FMI (2011), Colombia se destaca como un país con un bajo nivel de penetración financiera, medido como cartera/PIB, teniendo en cuenta si PIB per cápita. En este contexto, y teniendo en cuenta que esperamos que la senda de crecimiento en PIB per cápita se mantenga, esperaríamos crecimientos saludables en la cartera colombiana en el largo plazo, especialmente en las modalidades de menor profundización, como es el caso de la cartera de consumo y la cartera hipotecaria.
- A nivel de rentabilidad, el ROAA del sector bancario colombiano resalta como uno de los más atractivos a nivel mundial. La atractiva rentabilidad del sector bancario colombiano se explica en un alto NIM, un indicador de eficiencia cercano a la mediana mundial, y un riesgo de crédito controlado.
- En cuanto al ROAE, el sector bancario colombiano continúa siendo atractivo, pero pierde casillas en el ranking mundial. Lo anterior se debe a un bajo nivel de apalancamiento que si bien resta rentabilidad sobre el patrimonio, implica una mayor solidez.



Fuente: FMI, Banco Mundial, DANE, SFC, Credicorp Capital

Relación Cartera vs PIB



RESEARCH
TEAM

2012-2013 con deterioro en la cartera



- A pesar de los fundamentales robustos a largo plazo, en el mediano plazo continúan las presiones de deterioro en la calidad de la cartera. El indicador de calidad por mora (+30 días) ha mostrado deterioro desde los mínimos observados en 2011. Sin embargo, el indicador continúa en niveles inferiores al promedio de los últimos 5 años.
- A nivel de segmento de crédito, el mayor deterioro se observa en la cartera de consumo. Al analizar las cosechas de crédito se observa un deterioro en la cartera otorgada en 2011, especialmente en tarjetas de crédito y vehículos. No obstante, esperamos que luego de las políticas macroprudenciales establecidas el año pasado y con el cambio de los estándares de otorgamiento de los bancos (los cuales se han endurecido de acuerdo a la Encuesta de Situación del Crédito del Banco de la República), se dé estabilidad en la cartera otorgada en 2012 y 2013.
- Las provisiones de cartera son holgadas, cubriendo más del 100% de las cartera en mora de más de 30 días, y en más de 200% la cartera en mora de más de 90 días.
- A pesar de reportar un indicador de calidad inferior al promedio de los últimos 5 años, el deterioro observado en la mora se ha trasladado a aumentos en gastos en provisiones (incluyendo castigos de cartera). Luego del fuerte crecimiento en gastos en provisiones en 2012 (+77%), esperamos un crecimiento más moderado para 2013.



Fuente: SFC, Credicorp Capital



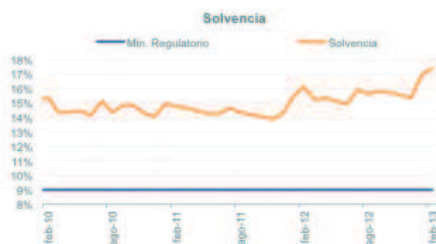
RESEARCH
TEAM

14

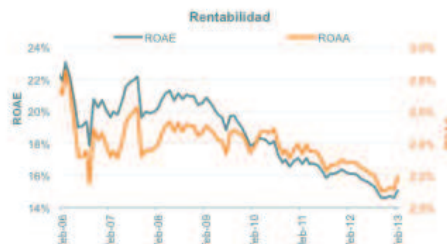
Rentabilidad con presiones al alza



- Preveamos presiones al alza en la rentabilidad de la banca a partir de 2014, teniendo en cuenta que ha estado impactada en 2011-2013 por el fortalecimiento patrimonial realizado por la mayor parte de instituciones financieras anticipándose al cambio en la regulación de solvencia que entrará en vigencia en ago-13, y más recientemente, a los recortes de tasa repo del Banco Central, que reduciría el NIM en 2013.
- A futuro esperamos mejoras en el ROAE a medida que los bancos utilicen la liquidez producto del fortalecimiento del balance en la operación de intermediación y que las tasas de interés se normalicen.
- Un potencial driver para mejor rentabilidad en el futuro es el espacio que tiene la banca para mejorar su indicador de eficiencia, que actualmente se ubica en la mediana mundial. Algunos de los jugadores con mayor espacio para reducir el indicador son Bancolombia y Davivienda, cuya eficiencia es débil para los estándares locales.
- En conclusión, los fundamentales de la banca son robustos a largo plazo, con deterioro en calidad crediticia y baja rentabilidad patrimonial en el corto y mediano plazo.



Fuente: SFC, Credicorp Capital



RESEARCH
TEAM

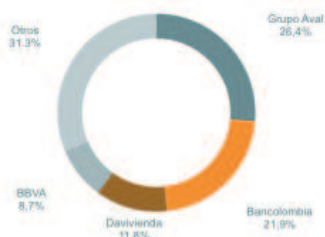
14

Davivienda (Pf)

P.O.2013: COP 26,740 - MANTENER



Participación de mercado (feb-13)



Highlights

- En sus más de 30 años en el sector bancario colombiano, Davivienda ha migrado de ser una corporación de ahorro y vivienda con enfoque en desembolsos hipotecarios, a ser el 3er banco de Colombia por tamaño de cartera.
- El banco tiene una mayor concentración de su cartera en desembolsos a personas naturales, lo que implica un mayor riesgo pero también un mayor NIM.
- En 4T12 Davivienda cerró la adquisición de los activos de HSBC en El Salvador, Honduras y Costa Rica, los cuales fueron adquiridos por USD 801mn.

Fuente: SFC, Davivienda, Credicorp Capital

Tesis de inversión

- ✓ Posición atractiva en el sector bancario colombiano. Davivienda ha logrado consolidarse como el 3er banco de Colombia con una participación de mercado en cartera del 12%, orientándose a desembolsos a personas naturales, PYMES y empresas constructoras.
- ✓ NIM alto con presiones alcistas a partir de 2014. El NIM del banco es mayor al del sector, resultado del enfoque hacia desembolsos de mayor riesgo (personas naturales) y el bajo costo del fondeo.
- ✓ Mayor riesgo de crédito, pero bien administrado. El enfoque en personas naturales se traduce en un mayor riesgo de crédito. Sin embargo, Davivienda ha demostrado ser conservador en sus políticas de otorgamiento y cuenta con un sistema de administración de riesgos robusto, que se refleja en indicadores de riesgo crediticio saludables.
- ✓ Capital adecuado. Los niveles de solvencia son adecuados para la entrada en vigencia de la nueva norma.

Principales riesgos

- X Mayor exposición a riesgo crediticio se podría reflejar en mayores gastos en provisiones ante deterioro de la situación económica.
- X Integración de las operaciones adquiridas en Centroamérica. Las operaciones adquiridas cuentan con un ROAE significativamente menor a su Ke. Mejorar la rentabilidad en Centroamérica es el mayor desafío de Davivienda.
- X Riesgo regulatorio: cambios en normas de solvencia, provisionamiento de la cartera, esquema de comisiones, tasas de usura, etc., pueden afectar el desempeño futuro del banco.

RESEARCH
TEAM

Davivienda (Pf)

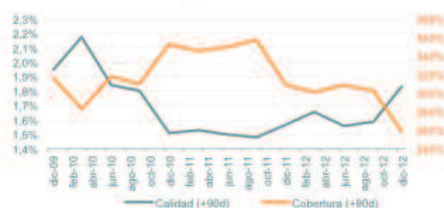
Principales Cifras



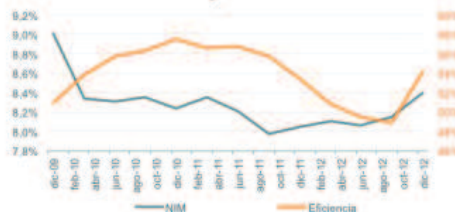
Evolución de la Cartera (COPbn)



Riesgo de Crédito



NIM y Eficiencia



Rentabilidad y Solvencia



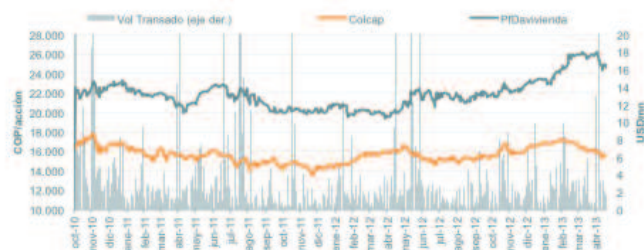
Fuente: Davivienda, Credicorp Capital

RESEARCH
TEAM

Davivienda Información Básica



Precio y volúmenes operados



Composición Accionaria



Volumen y Variación	Volumen (COP MM)	Volumen (USD MM)	Variación PFD DAVIVIENDA	Variación COLCAP
30 días	9,178	5.2	-3.4%	-3.3%
Año Corriente	5,726	3.2	6.6%	-6.4%
12 meses	4,865	2.7	21.9%	-1.9%

Precio de Cierre / Valor	PFD DAVIVIENDA	COLCAP
Último (25-Abr-2013)	25,240	1,716
Máximo 12 meses	20,080	1,987
Mínimo 12 meses	20,300	1,885

2012 - I	COP MM	USD MM
Market Cap (25-Abr-2013)	11,211,006	6,144
Utilidad Neta	695,066	381
Ingreso Neto de Intereses	2,627,029	1,548
Margen Neto de Intereses	6.4%	6.4%
ROAE	13.6%	13.6%
Carteros Neta	32,811,469	18,246
Activos	47,121,064	26,207
Patrimonio	3,330,002	2,065

Principales Múltiplos Financieros



Fuente: Bloomberg, SFC, Davivienda, Credicorp Capital

RESEARCH
TEAM

Corficolombiana P.O.2013: COP 39,760 - COMPRAR



Valor en Libros de las Inversiones de Capital



Highlights

- Corficolombiana es el mayor banco mercantil (corporación financiera) de Colombia.
- Es el brazo de inversión en el sector real del Grupo Aval.
- La mayor fuente de ingresos es su portafolio de inversiones de capital, cuyo valor en libros asciende a COP 4.2bn (en 57 empresas y 2 fondos de capital privado).
- Corficolombiana también presta servicios de tesorería, banca de inversión y banca privada.
- La estrategia de la Corporación consiste en fondar las inversiones de capital con el patrimonio, y las inversiones de tesorería con depósitos.

Fuente: Corficolombiana, Credicorp Capital

RESEARCH
TEAM

Tesis de inversión

- ✓ **Potencial en el sector infraestructura:** 22% del valor de Corficol proviene de sus inversiones en infraestructura, especialmente concesiones viales en Colombia. Somos optimistas en el valor que puede generarse en las inversiones actuales y en la posibilidad de adjudicación de proyectos de la 4ta generación de concesiones.
- ✓ **Inversiones maduras en energía y gas:** La Corporación aumentó su participación en Promigas el año pasado, una inversión madura con un atractivo flujo de dividendos. Además, es el mayor inversionista privado en EEB, compañía en la que vemos valor.
- ✓ **Crecimiento en otras inversiones:** Esperamos valor en el largo plazo en los proyectos agroindustriales y Hoteles Estelar.
- ✓ **Otras unidades de negocio generan valor:** La Corporación ha logrado cubrir sus gastos operacionales con los ingresos de banca de inversión, tesorería y banca privada.
- ✓ **Dividend yield atractivo.**

Principales riesgos

- X La compleja estructura de la Corporación y las diferencias contables entre los estados financieros y auditados pueden aumentar el margen de error en nuestro ejercicio de valoración.
- X Los ingresos de tesorería y algunos temas no recurrentes (como ventas en inversiones de capital) son altamente volátiles y dependen de la coyuntura de los mercados de capitales.
- X Cambios en requerimientos de capital regulatorio podrían implicar una mayor dilución de la base patrimonial de la Corporación.
- X El marco regulatorio del sector gas probablemente cambie en 2013. Esto implica incertidumbre para Promigas y EEB, que representan el 41% del valor de la Corporación.

Corficolombiana Principales Cifras



Cobertura de gastos operacionales (COPmn)

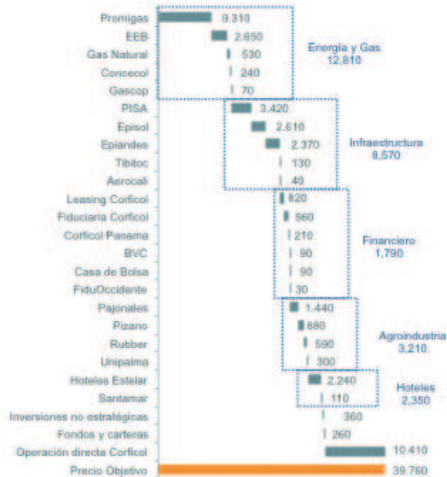


Ingresos por dividendos (COPmn)



Fuente: Corficolombiana, Credicorp Capital

Composición del Valor de Corficolombiana (COP/acción)



RESEARCH
TEAM

Corficolombiana Información Básica



Precio y volúmenes operados



Volumen y Variación	Volumen (COP mn)	Volumen (USD mn)	Variación CORFICOLCF	Variación COLCAP
30 días	2,997	1.7	-1.4%	-3.3%
Año Corrido	3,894	2.2	-4.7%	-6.4%
12 Meses	3,553	1.8	1.5%	-1.3%

Precio de Cierre / Valor	CORFICOLCF	COLCAP
Último (25-Abr-2013)	38,660	1,736
Máximo 12 meses	39,140	1,887
Mínimo 12 meses	36,485	1,685

2012-4	COP mn	USD mn
Market Cap (25-Abr-2013)	6,453,712	3,512
Ingresos operacionales	33,912	19
Utilidad Operacional	382,517	210
Ingresos netos por intereses	(237,543)	(130)
Utilidad Neta	395,179	217
Prestamos	2,985,189	1,641
RCE	10.2%	10.2%
RCA	4.0%	4.0%

Fuente: Bloomberg, SFC, Corficolombiana, Credicorp Capital

RESEARCH
TEAM

Composición Accionaria



Principales Múltiplos Financieros



81

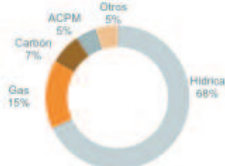
Energía & Gas con demanda creciente



- La UPME proyecta un crecimiento en la demanda de energía eléctrica de 3.3% en los próximos 20 años, en su escenario medio.
- El negocio de generación es un mercado competitivo, donde el 69% de la capacidad instalada está concentrada en cuatro compañías: EPM (22.5%), Emgesa (19.9%), Isagen (14.7%) y Celsia (12.3%).
- La mayor parte de la capacidad instalada es hidroeléctrica (68%). Lo anterior hace que el precio de energía en bolsa sea sensible a cambios en las condiciones climáticas, tal como se observó con el aumento de 100% anual del precio spot promedio en 1T13.
- El negocio de transmisión eléctrica es un monopolio natural altamente regulado, que ofrece flujos estables y pronosticables. Esto brinda estabilidad a los ingresos de ISA y EEB en Colombia, las dos compañías con la mayor red del país.
- Finalmente, el negocio de distribución de energía eléctrica consiste en llevar electricidad a los usuarios finales, que están clasificados como regulados y no regulados.
- En cuanto al gas, se espera un crecimiento de 4% en la demanda en los próximos años. El negocio de transporte de gas también opera como un monopolio natural altamente regulado, donde los mayores jugadores son TGI y Promigas.

Generación en Colombia

Compañía	Capacidad MW	%
1. EPM	1,238	22.5%
2. Emgesa	2,825	19.9%
3. Isagen	2,382	14.7%
4. Celsia	1,785	12.3%
5. Gacaca	1,218	8.4%
6. AES Chivor	1,000	6.9%
7. Uruá	848	2.3%
8. Gestión energética	321	2.2%
9. Tamecosemex	198	2.2%
10. CHC	241	1.7%
Otros (27 compañías)	1,852	6.9%
Total: 11M	54,478	100.0%



Producción de gas en Colombia (mnpd)



Fuente: XM, Concentra, Credicorp Capital

RESEARCH
TEAMEEB
P.O.2013: COP 1,675 - COMPRAR

Año	Evento
1996	Compañía privada integrada atendiendo el mercado de Bogotá
1998	Bogotá D.C. adquiere el 100% de la compañía
1999	Capitalización de EEB: separación de la generación (Emgesa) y la distribución (Codensa) Revolución pública-privada
2002	EEB adquiere el 80% de las acciones de REP (2002) y CTM (2006)
2006	EEB adquiere Tamecosemex (2006) y TGI (2007), las dos compañías de transporte. EEB y TGI venden USD 1.350m en bolsa internacionalmente para adquirir Emgesa (2007)
2009	Contugas se crea en Perú (2009) EEB, a través de TRECSA, adquiere EEC (2009) TRECSA se crea en Guatemala (2009) TGI capitalizada por CIB Inversión Capital por USD 400m (2010) para financiar plan de expansión Adquisición del control de Calidra en Perú y gestión no controlada en Promigas en Colombia (2011) Adquisición de los proyectos de transmisión en Colombia (2012)

Highlights

- La EEB es una compañía que opera en toda la cadena de valor de la energía eléctrica (generación, transmisión y distribución), y en transporte y distribución de gas.
- EEB es la segunda compañía de transmisión eléctrica en el país (luego de ISA).
- A través de TGI, es la mayor transportadora de gas en Colombia.
- La compañía invierte en Perú (a través de Contugas, Calidra, CTM y REP) y Guatemala (TRECSA).
- Sus inversiones no controladas incluyen Emgesa (segundo mayor generador de energía eléctrica de Colombia) y Codensa (mayor distribuidor del país).

Fuente: EEB, Credicorp Capital

RESEARCH
TEAM

Tesis de inversión

- ✓ **Estabilidad en ingresos:** EEB concentra sus operaciones en monopolios naturales. Estos mercados se caracterizan por estabilidad en ingresos y márgenes debido a contratos de largo plazo, bajo riesgo de demanda y alto nivel de regulación.
- ✓ **Accionista del segundo mayor generador en Colombia:** EEB tiene el 51.25% de Emgesa, que tiene el 19.9% de la capacidad instalada de generación en Colombia. La compañía está desarrollando el proyecto "El Quimbo", que aumentaría su capacidad instalada en 15%.
- ✓ **Expansión internacional en mercados con potencial de crecimiento:** A través de Contugas y Calidra, EEB participa en el mercado de gas en Perú, en el cual se espera una TACC de 18% en 2012-2016. También participa en transmisión eléctrica en Guatemala (TRECSA), donde la demanda de energía se espera crezca a un TACC de 13% en 2012-2016.
- ✓ **Potencial de nuevos proyectos en la región:** La compañía planea participar en nuevos proyectos en monopolios naturales en la región.

Principales riesgos

- X **Riesgo político:** Bogotá es el mayor accionista y elige 6 de los 9 miembros de la Junta Directiva.
- X **Riesgos de construcción y seguridad:** La compañía desarrolla proyectos de infraestructura que implican riesgos de ejecución. Además, la infraestructura en Colombia está expuesta a atentados.
- X **Riesgo climático:** La generación de Emgesa proviene principalmente de fuentes hídricas, lo cual la hace sensible a cambios climáticos.
- X **Riesgo regulatorio:** EEB opera un negocio altamente regulado. La situación financiera de la compañía es sensible a cambios en la regulación.

EEB Principales Cifras



Márgenes operacionales



Rentabilidad



Fuente: EEB, Credicorp Capital

RESEARCH
TEAM

EEB Información Básica



Composición Accionaria



* Incluye inversiones a través de Cokcap y los fondos de pensiones de Páez y Navarrete.

Volúmenes y Variación	2008-10	2009-10	2010-11	2011-12	2012-13
Vol Transado (eje der)	1,118,359	1,512,242	2,094,006	1,825,694	2,170,604
Vol Transado (eje der)	1,118,359	1,512,242	2,094,006	1,825,694	2,170,604
Vol Transado (eje der)	1,118,359	1,512,242	2,094,006	1,825,694	2,170,604
Vol Transado (eje der)	1,118,359	1,512,242	2,094,006	1,825,694	2,170,604

Composición Accionaria			
Energía		Gas Natural	
Compañías	Porcentaje	Compañías	Porcentaje
EEB (100%)	100%	TEG (88.1%)	88.1%
Enfermas (11.5%)	11.5%	Costa Rica (79%)	79%
Enfermas (11.5%)	11.5%	Costa Rica (79%)	79%
Enfermas (11.5%)	11.5%	Costa Rica (79%)	79%
Enfermas (11.5%)	11.5%	Costa Rica (79%)	79%

Fuente: EEB, Bloomberg, SFC & Credicorp Capital

RESEARCH
TEAM



Mercado de Renta Fija

En la senda de la recuperación de la economía

Deuda Pública: TES TF COP



- Durante el último año, los títulos TES TF denominados en COP se han visto favorecidos por diversos factores:
 - Política monetaria expansiva que implicó una reducción de 200pbs en la tasa repo desde jul-12 a 3.25%.
 - Mejora en las cuentas fiscales y el perfil de deuda del país. En 2012 el SPNF registró un superávit de 0.45% del PIB (el mayor desde 1963) mientras que el del SPC fue de 0.3%, comparado con un déficit del 1.2% fijado como meta en el MFMP.
 - Descuento de un incremento de la calificación soberana y posterior materialización dado el movimiento de S&P el pasado 24-abr.
 - El mayor dinamismo de la demanda *offshore* (COP 1.8 BB entre dic-12 y mar-13) tras la reducción del impuesto a la renta para extranjeros a partir de ene-13 de 33% a 14%.
- El fortalecimiento del ciclo bajista de tasas por parte del BanRep a finales del año pasado e inicios del actual, generó un importante empinamiento de la curva durante este periodo.

Variaciones TES TF COP (pbs)			
Título	Cierre	Año Corrido	12 meses
nov-13	3.578	-86	-221
may-14	3.627	-87	-223
sep-14	3.770	-88	-229
oct-15	3.991	-82	-218
jun-16	4.101	-81	-217
oct-18	4.532	-62	-207
jul-20	4.819	-45	-209
jul-24	4.874	-79	-222
ago-26	5.270	-55	-203
Parte Corta*	3.802	-89	-195
Parte media*	4.341	-75	-191
Parte Larga*	4.963	-65	-205

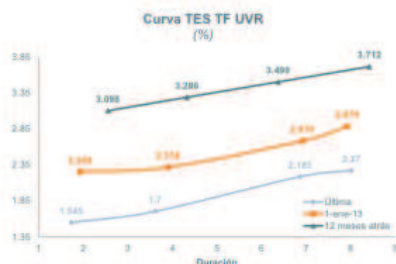
Fuente: Bloomberg, Credicorp Capital, *Índices de TES Correal



Deuda Pública: TES TF UVR



- Los TES TF UVR también se han visto favorecidos por varios de los factores que han beneficiado a la curva de TES TF COP, mencionados anteriormente. Sin embargo, la notable reducción tanto en la inflación observada como en sus expectativas, ha implicado menores valorizaciones frente a los TES TF COP a lo largo de la curva de rendimientos.
- De acuerdo con lo anterior, cabe recordar que mientras las expectativas de inflación para dic-13 se ubicaban en 3.1% al cierre del año pasado, actualmente se encuentran en 2.5%, tendencia consistente con una inflación observada que se ha ubicado por debajo de la meta puntual del BanRep (3.0%) desde nov-12, mostrando una estabilización sólo hasta mar-13 aunque por debajo del piso del rango meta (3% +/- 1%).
- Así, en lo corrido del año la curva de TES UVR también ha presentado un empinamiento pero en medio de menores valorizaciones que las registradas en la curva de TES TF COP.



Fuente: Bloomberg, BanRep, Credicorp Capital

RESEARCH
TEAM

Deuda Corporativa: Bancos



- En línea con las reducciones en las tasas de rendimiento de la deuda pública por cuenta de los diversos factores señalados anteriormente, los bonos de las instituciones bancarias han presentado importantes valorizaciones.
- En el caso particular de los títulos indexados a la DTF, el rezago del indicador frente a los recortes de la tasa repo, conjuntamente con algunos periodos de menor liquidez durante 2012, generaron un importante atractivo por estas inversiones en el último año.
- Cabe recordar que el sector financiero cuenta con la mayor participación en las emisiones de deuda corporativa, con lo que en 2012 representaron un 71% del monto total emitido, el cual ascendió a COP 9.4 BB.



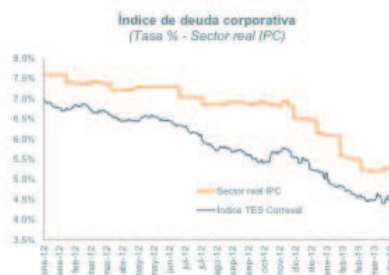
Fuente: Infovalor, Credicorp Capital

RESEARCH
TEAM

Deuda Corporativa: Sector real



- De forma similar a lo observado en el caso de los títulos del sector financiero, la curva de rendimientos del sector real en tasa fija ha mantenido un *spread* relativamente constante frente a la curva de los TES TF COP.
- Por su parte, los títulos denominados en IPC han cerrado su brecha frente a los TES TF en COP, ubicándose en niveles similares a los títulos del sector bancario. En este sentido, cabe recordar que las emisiones de entidades bancarias cuentan con una mejor calificación, en promedio, que las del sector real.
- Durante el año pasado, las emisiones del sector real representaron un 29% del total emitido.
- Según indicador, en el 2012 el 57% de las colocaciones totales se realizaron en IPC, seguidas por DTF (22%), TF (19%) e IBR (2%). Por su parte, durante el 1T13 un 70% de las emisiones se realizaron en IPC, 13% en TF, 12% en IBR y 4% en DTF.



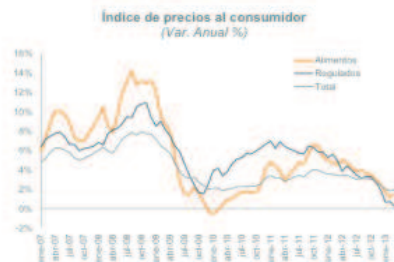
Fuente: Infovalor, Credicorp Capital

RESEARCH
TEAM

Inflación: coyuntura y expectativas



- La reforma tributaria ha explicado parcialmente el comportamiento de la inflación en 2013. En particular, el componente de 'comidas fuera del hogar' (8,1% del IPC), impactado por la eliminación del IVA de 16% a cambio de un impuesto al consumo de 8% para restaurantes, registró una variación año corrido de 1.20% durante el 1T13, lo que se compara con un 2.85% registrado durante el mismo período de 2012. Esto, sumado a un clima favorable que ha permitido una oferta normal de productos, implicó que la inflación de alimentos pasara de 2.52% a/a en dic-12 a 1.41% a/a en mar-13.
- La inflación de regulados también ha jugado un papel determinante en la tendencia reciente del IPC pasando de 1.91% a/a en dic-12 a 0.20% a/a al cierre del 1T13, un mínimo histórico, lo cual se explica principalmente por reducciones anuales observadas en las tarifas de energía eléctrica (-3,15%), gas (-2,47%) y combustibles (-1,16%).
- El efecto rezagado de la política monetaria, un mayor gasto público y en términos más generales, la recuperación esperada de la actividad económica, generarían un repunte gradual de la inflación durante el 2S13 para terminar el año cerca del 2,5%.



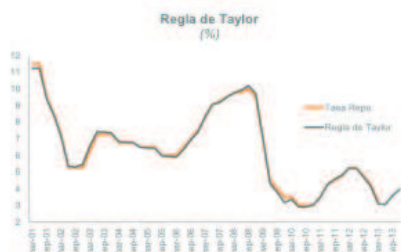
Fuente: Dane, BariRep, Credicorp Capital

RESEARCH
TEAM

Política monetaria: expectativas



- A nuestro juicio, una tasa de interés real en el rango 1.0%-1.25% resulta adecuada bajo la coyuntura económica actual, en la cual es poco probable que se observe un desempeño de la actividad como el de 2009 (1.7% de crecimiento), por lo que nuestro escenario base contempla estabilidad de tasas hasta el 4T13.
- Aunque el comportamiento histórico de la tasa repo real y el nivel actual de la inflación sugerirían un espacio para recortes adicionales, es de esperar que la política monetaria expansiva implementada desde jul-12 y los recursos comprometidos por el gobierno para darle un mayor impulso a la actividad productiva, permitan que el crecimiento del PIB se recupere gradualmente hacia su potencial en el 2S13.
- De acuerdo con lo anterior, prevemos un ajuste de la tasa de política en el 4T13 hacia el rango 3.50% - 3.75%. Cabe señalar en todo caso, que el balance de riesgos continúa sesgado a la baja.



Fuente: BanRep, Credicorp Capital



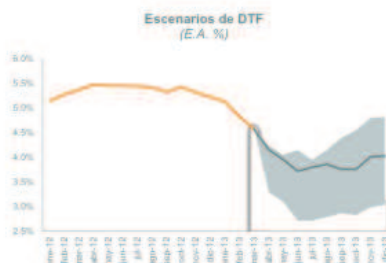
RESEARCH
TEAM

42

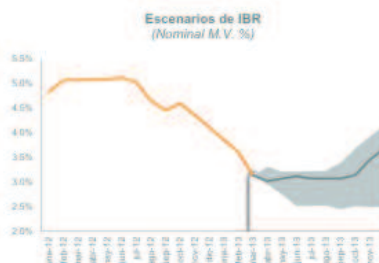
Tasas de interés: DTF e IBR



- En general, la DTF suele presentar algún rezago con respecto a los movimientos de la tasa repo por parte del BanRep. De esta forma y, teniendo en cuenta los niveles recientes, nuestro escenario base contempla una DTF que se estabiliza cerca del rango entre 3.90% y 4.10% E.A. en los próximos meses, antes de repuntar levemente al final del año de la mano de una potencial normalización de la política monetaria.
- Así mismo, en línea con la estabilidad de la tasa repo que espera el mercado hasta el 4T13, por lo menos, la IBR nominal debería mantenerse ligeramente por encima del 3% hasta ese periodo, a partir del cual debería comenzar a darse un repunte.



Fuente: BanRep, Credicorp Capital



RESEARCH
TEAM

43

Liquidez e inflación implícita



- Desde el 15 de noviembre de 2012 el gobierno dio inicio al programa de emisión de TES de Control Monetario (CM) como herramienta de administración de la liquidez del mercado. De hecho, en feb-13, y como respuesta a una liquidez mayor a la inicialmente esperada, el monto total a subastar de los TES CM se incrementó de COP 6 BB a COP 10 BB. Así mismo, las subastas semanales pasaron de COP 250 mil MM a 750 mil MM.
- De este modo, la finalización de las subastas de TES CM (el 25-abr) dejó un balance positivo en términos de liquidez. Esto es, la emisión de estos títulos permitió esterilizar la inyección de liquidez realizada por el BanRep mediante las compras de USD y parcialmente los recursos inyectados por el gobierno (e.g. pago de vencimientos, repos de expansión), pero dejó en el balance un saldo positivo de liquidez (COP 5.37 BB).
- Lo anterior se ha visto reflejado en el repunte de las tasas de crecimiento de los agregados monetarios.

Balance Liquidez (15-Nov-12 a 25-Abr-13)	
COP Miles de MM	
- Emisiones TES CM	- 10,000,000
- Emisiones COP y UVR	- 7,148,511
+ Compras BanRep	6,283,767
+ Cambio depósitos DTN en BR	13,246,000
+ Promedio REPOS (1 día)	3,304,663
- Promedio Contracción (1 día)	- 312,049
Total	5,373,870

Fuente: BanRep, MinHacienda, Credicorp Capital



RESEARCH
TEAM

44

Portafolio recomendado: Renta Fija Local (Perfil moderado)



- En general, la deuda pública ha disminuido su ritmo de valorización en las últimas semanas, presentando especial volatilidad en este periodo. Esto está asociado principalmente a la percepción de que el ciclo bajista en las tasas de interés de BanRep habría finalizado.
- De esta forma y, teniendo en cuenta los spreads que la deuda corporativa mantiene frente a la deuda pública, consideramos que existen oportunidades atractivas en este mercado.
- En particular, dadas las expectativas de inflación para el 2013 y nuestras perspectivas de una normalización gradual de la política monetaria hacia finales del año, consideramos que, dentro del mercado de deuda corporativa, las mejores oportunidades se presentarían en los títulos indexados a IPC.
- La nueva metodología de cálculo de la rentabilidad mínima puede generar riesgos de rebalanco en los portafolios de los FPO's a medida que estos cierran sus diferencias con el *Benchmark* propuesto. Los TES presentarían riesgos adicionales en este sentido, no sólo por sus niveles actuales sino por constituirse en la mayor posición de los portafolios.

TIPO DE ACTIVO	Escenarios			
	Base	Mayor aversión al riesgo global	Deterioro moderado economía local	Aceleración de la inflación
TES	35.0%			
COP	10.0%	Incrementar	Incrementar	Reducir
UVR	25.0%	Reducir	Reducir	Incrementar
Deuda Corporativa	65.0%			
DTF	13.0%	Reducir	Reducir	Incrementar
IPC	32.5%	Reducir	Reducir	Incrementar
TF	19.5%	Reducir	Incrementar	Reducir

Fuente: Credicorp Capital

RESEARCH
TEAM

45

Portafolio recomendado: Colombia (Perfil moderado)



- Las altas valorizaciones alcanzadas durante los últimos meses en el mercado de deuda pública sugerirían un mayor atractivo de otras clases de activos en términos relativos, lo que implica una menor ponderación de TES en el portafolio Colombia.
- En particular, las acciones a nivel local resultan atractivas, luego de la corrección reciente.
- Sin embargo, activos alternativos como *commodities*, finca raíz, *factoring*, entre otros, también generan importantes oportunidades de retorno.
- La nueva metodología de cálculo de la rentabilidad mínima puede generar riesgos de rebalanceo en los portafolios de los FPO's a medida que estos cierran sus diferencias con el *Benchmark* propuesto. Los TES presentarían riesgos adicionales en este sentido, no sólo por sus niveles actuales sino por constituirse en la mayor posición de los portafolios.

TIPO DE ACTIVO	Escenarios			
	Base	Mayor aversión al riesgo global	Deterioro moderado economía local	Aceleración de la inflación
Renta Fija				
TES	22.8%			
COP	7.6%	Incrementar	Incrementar	Reducir
UVR	15.2%	Reducir	Reducir	Incrementar
Deuda Corporativa	42.2%			
DTF	8.4%	Reducir	Reducir	Incrementar
IPC	21.1%	Reducir	Reducir	Incrementar
TF	12.7%	Reducir	Incrementar	Reducir
Renta variable				
Acciones Colombia	20%	Reducir	Reducir	Mantener
Alternativos				
Alternativos Colombia	15%	Mantener	Mantener	Incrementar

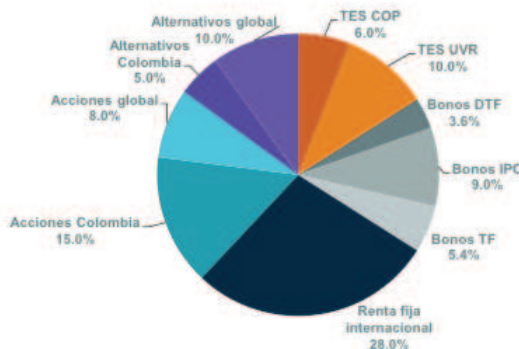
Fuente: Credicorp Capital

RESEARCH
TEAM

Portafolio recomendado: Global (Perfil moderado)



- Las altas tasas nominales ofrecidas en otros mercados emergentes, sumadas a desajustes en la valoración de algunos activos en mercados desarrollados, explican la alta ponderación de la renta fija internacional en un portafolio global, a lo que se suma el objetivo de preservación del capital en un portafolio moderado. Así, la preferencia es por la renta fija corporativa internacional denominada en moneda local.
- Así mismo, las acciones de mercados desarrollados continúan presentando niveles atractivos de compra basados en la amplia liquidez global generada por los principales bancos centrales, la cual continuará por los próximos 12 meses, por lo menos.



Fuente: Credicorp Capital

RESEARCH
TEAM

RESEARCH TEAM			EQUITY SALES & TRADING	
CHILE	PERÚ	COLOMBIA	CHILE	COLOMBIA
Francisca Manuichevich Gerente Equity Research fmanuichevich@bcp.com.pe # (562) 2446 1796	Alejandro Rabanal Gerente Equity Research arabanal@bcp.com.pe # (511) 205 9199 Ext 36070	Deniel Valencia Gerente Equity Research y Economista Jefe dvalencia@correal.com # (571) 339 4400 Ext 1505	Hernán Arribas Head of Equities harribas@bcp.com.pe # (562) 2446 1796	
Christopher DiSalvatore Analista Senior - Retail & Financials cdisalvatore@bcp.com.pe # (562) 2446 1724	Maria Teresa Sarmiento Analista Senior - Infraestructura msarmiento@bcp.com.pe # (511) 205 9199 Ext 33055	Sergio Ferro Analista Senior - Fija sferro@correal.com # (571) 339 4400 Ext 1505	Felipe Quilua Sales & Trading fqulua@correal.com # (562) 2450 1811	Bergio Ortiz Gerente de Renta Variable bortiz@correal.com # (571) 339 4400 Ext 1273
Felipe Ellegoraty Analista Senior - Semiconductores fellegoraty@bcp.com.pe # (562) 2446 1796	Fernando Pereda Analista Senior - Cemento & Energía fpereda@bcp.com.pe # (511) 205 9199 Ext 37856	Valeria Marcel Analista Senior - Hipermercados vmarcel@correal.com # (571) 339 4400 Ext 1594	Asia María Ortiz Sales & Trading amariaortiz@bcp.com.pe # (562) 2446 1710	Daniel Fomenga Trader de Renta Variable dfomenga@correal.com # (571) 339 4400 Ext 1703
Ignacio Spencer Analista Senior - Consumo & Otros ispencer@bcp.com.pe # (562) 2450 1636	Hector Collantes Analista Senior - Minería hcollantes@bcp.com.pe # (511) 205 9199 Ext 33052	Jaime Pedraza Analista Senior - Energía jpandraza@correal.com # (571) 339 4400 Ext 1505	Nicolás Wilken Sales & Trading nwilken@bcp.com.pe # (562) 2450 1653	Estefanía León Trader de Renta Variable eleon@correal.com # (571) 339 4400 Ext 1704
Javier Günther Analista - Construcción & Salud jgunther@bcp.com.pe # (562) 2450 1656	Óscar Avelaneda Analista Senior - Retail & Otros oavelaneda@bcp.com.pe # (511) 205 9199 Ext 36065	Juan Camilo Domínguez Analista Senior - Bancos jdominguez@correal.com # (571) 339 4400 Ext 1526	PERÚ	Rafael Ospina Trader de Renta Variable rospeina@correal.com # (571) 339 4400 Ext 1396
José Manuel Edwards Analista - Recursos Naturales jmedwards@bcp.com.pe # (562) 2446 1761		Juliana Valencia Analista - GEA & BVC jvalencia@bcp.com.pe # (571) 339 4400 Ext 1305	Jorge Monante Gerente de Crediticia jmonante@bcp.com.pe # (511) 313 2918	Juan Bernardo Ruiz Trader de Renta Variable jruiz@correal.com # (571) 339 4400 Ext 1705
Loredo Alamos Asistente de Research lamos@bcp.com.pe # (562) 2450 1659		Miguel Aguirre Asistente de Research maguirre@correal.com # (571) 339 4400 Ext 1548	Conrado Morales Jefe de Renta Variable cmorales@bcp.com.pe # (511) 313 2918 Ext 32901	
		Juan Camilo Amaya Asistente de Research jamaya@correal.com # (571) 339 4400 Ext 1305	Jorge Juan Aída Trader Renta Variable jaida@bcp.com.pe # (511) 313 2918 Ext 32901	
			Úrsula Mitterhofer Trader Renta Variable umitterhofer@bcp.com.pe # (511) 313 2918 Ext 32902	

Disclaimer

Al realizar el presente informe, Inversiones IMT S.A. y/o Correal S.A. Sociedad Comisionista de Bolsa y/o BCP Capital S.A.A. y/o sus subsidiarias han confiado en información proveniente de fuentes públicas. Ni Inversiones IMT S.A. ni Correal S.A. Sociedad Comisionista de Bolsa ni BCP Capital S.A.A. ni sus subsidiarias han adelantado procedimientos de auditoría o verificación de la información recibida y en consecuencia no declaran ni aseguran ni efectúan garantía alguna (expresa o implícita) con respecto a la veracidad, exactitud o integridad de la información y las opiniones que aquí se incluyen, o cualquier otra información escrita u oral que se brinde a cualquier interesado o a sus asesores.

A menos que esté expresamente indicado, no se ha utilizado en el informe información sujeta a confidencialidad o cuya utilización pueda significar violación a la normatividad sobre derechos de autor. El presente informe tampoco incluye información con carácter de información privilegiada que pueda significar violación a la normatividad del mercado de valores.

Este material es propiedad de Inversiones IMT S.A. y/o Correal S.A. Sociedad Comisionista de Bolsa y/o BCP Capital S.A.A. y/o sus subsidiarias, por tanto, ninguna parte del material ni su contenido ni ninguna copia del mismo puede ser alterada en forma alguna, transmitida, copiada o distribuida a terceros sin el permiso expreso de Inversiones IMT S.A. y/o Correal S.A. Sociedad Comisionista de Bolsa y/o BCP Capital S.A.A. y/o sus subsidiarias.

Al analizar el presente documento, es importante tener en cuenta que el objetivo buscado no es predecir el futuro, ni garantizar un resultado financiero operativo específico, así como tampoco garantizar el cumplimiento de los escenarios presentados en la evaluación. Asimismo es necesario tener en cuenta que la presente información puede estar dirigida a un segmento específico de clientes o a inversionistas con un determinado perfil de riesgo, que puede no ser el suyo. A menos de que sea expresamente indicado, el informe no contiene recomendaciones de inversión u otras sugerencias que deban entenderse hechas en cumplimiento del deber especial de asesoría que asiste a los intermediarios del mercado de valores frente a los clientes clasificados como cliente inversionista. Cuando así se indique, deberá especificarse el perfil de riesgo al cual se dirige la recomendación. El inversionista debe tener en cuenta que Inversiones IMT S.A. y/o Correal S.A. Sociedad Comisionista de Bolsa y/o BCP Capital S.A.A. y/o sus subsidiarias pueden hacer y buscar negocios con las compañías que son analizadas en este tipo de reportes y puede realizar transacciones de compra y venta de títulos emitidos por éstas.

Es importante tener en cuenta que variaciones en el tipo de cambio pueden tener un efecto adverso en el valor de las inversiones. Inversiones IMT S.A. y/o Correal S.A. Sociedad Comisionista de Bolsa y/o BCP Capital S.A.A. y/o sus subsidiarias recomiendan buscar la asesoría de alguno de nuestros funcionarios debidamente acreditados ante el organismo regulador correspondiente. Es así que corresponde al cliente determinar si la información suministrada es suficiente para tomar decisiones de inversión o cualquier otra operación en el mercado de valores.

En ningún caso la información aquí publicada puede considerarse como un concepto de tipo jurídico, contable o tributario. Cuando así se requiera, Inversiones IMT S.A. y/o Correal S.A. Sociedad Comisionista de Bolsa y/o BCP Capital S.A.A. y/o sus subsidiarias recomiendan asesorarse de profesionales en la materia.

Inversiones IMT S.A. y/o Correal S.A. Sociedad Comisionista de Bolsa y/o BCP Capital y/o sus subsidiarias no asumen ninguna responsabilidad ni obligación por cualquier pérdida ocurrida por utilizar la información producto de este estudio y tampoco asumen responsabilidad civil, ni daños y perjuicios causados, por acción u omisión derivada de este documento.

correval.com

BOGOTÁ

Calle 34 N.6-65

Teléfonos: (57-1) 339 4400, 3394848

Fax: (57-1) 338 4476

CALI

Calle 22 Norte N.6AN-24 Oficina 202

Edificio Santa Mónica Central

Teléfono: (57-2) 685 6300

Fax: (57-2) 682 9090

MEDELLÍN

Carrera 43A N.1Sur-100 Piso 12

Teléfono: (57-4) 310 6300

Fax: (57-4) 310 6300 Ext.: 121

BARRANQUILLA

Carrera 51 N.79-34 Local 107

Teléfono: (57-5) 358 3092

Fax: (57-5) 358 3092

Correval S.A. NIT 860.068.182-5

CAIS-2013