



Análisis del Marco Fiscal de Mediano Plazo 2021

Principales puntos

Lo positivo:

- Los supuestos macroeconómicos contenidos en el documento son razonables.
- Se reconoce que el ajuste fiscal factible luego de las grandes afectaciones de la pandemia debe ser paulatino, y que los apoyos asociados a la atención de la misma deben extenderse hasta el próximo año.
- La estrategia de financiamiento vuelve a mostrar que es una de las mayores fortalezas en la gestión de las finanzas públicas.
- Evidenciamos mejoras en la revelación de la información en relación con ediciones anteriores.

Lo negativo:

- Encontramos un excesivo optimismo sobre la capacidad del Gobierno para aumentar los ingresos y moderar los gastos en el mediano plazo.
- El comportamiento futuro de los ingresos depende de eventos cuya materialización es incierta.
- El rumbo futuro de los gastos asume un esfuerzo de austeridad significativo, tanto en los pagos corrientes como en los de inversión.
- La mayor parte del ajuste fiscal luego del esfuerzo desplegado durante la pandemia recaería en la siguiente administración.
- Se contempla una importante ampliación de los niveles a los que se espera convergerán el déficit y la deuda pública en los próximos años.

En suma, consideramos que la estrategia fiscal planteada en el MFMP 2021 sería insuficiente para evitar nuevas rebajas en la calificación soberana.

23 de junio de 2021

Dirección de Investigaciones Económicas, Sectoriales y de Mercados

Juan Pablo Espinosa Arango
Director
juespino@bancolombia.com.co

Santiago Espitia Pinzón
Analista Macroeconómico
sespitia@bancolombia.com.co

Juan Manuel Pacheco Pérez
Analista de Mercados y Banca Central
jupachec@bancolombia.com.co

Juan Camilo Meneses Cortés
Especialista Macroeconómico
juamenes@bancolombia.com.co

Arturo Yesid González Peña
Especialista Cuantitativo
arygonza@bancolombia.com.co

Introducción: ¿cuáles son los puntos destacados de este documento?

- La semana anterior el Ministerio de hacienda y Crédito Público dio a conocer la más reciente versión del Marco Fiscal de Mediano Plazo (en adelante MFMP). Este es uno de los documentos más importantes de la política económica en Colombia, ya que plasma de una forma detallada la visión de las autoridades sobre el rumbo de las finanzas públicas, tanto en el año actual como a lo largo de la década siguiente.
- Vale la pena recordar que las circunstancias de la pandemia llevaron a que se suspendiera temporalmente la aplicación de la regla fiscal. Con ello, se dejaron de tener metas para el balance del Gobierno Nacional Central (GNC) que puedan guiar las expectativas de los agentes económicos en materia de gestión fiscal. Por esta razón, las señales las señales contenidas en este documento adquieren especial trascendencia.
- Su amplio alcance y su extensión hacen que sea difícil resumir en un solo punto nuestro análisis del MFMP 2021. En su lugar, queremos destacar los que consideramos como los aspectos más positivos y negativos del mismo.

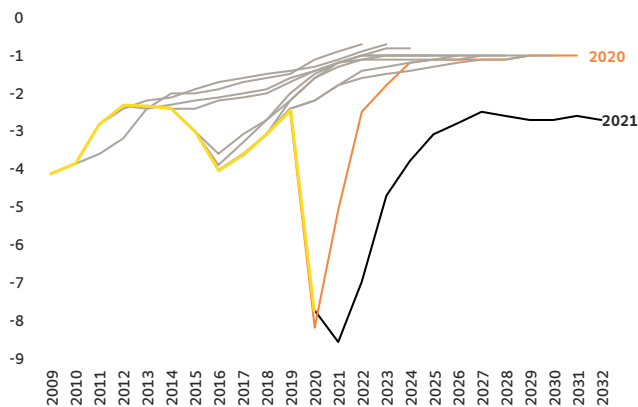
Lo positivo:

- En esta oportunidad los supuestos macroeconómicos son razonables. Una crítica frecuente en el pasado es que los escenarios planteados en el MFMP se construían sobre visiones excesivamente favorables sobre parámetros críticos, como el crecimiento económico o el precio del petróleo. Salvo pocas excepciones, vemos que las expectativas en estos frentes son factibles, e incluso para algunas variables pueden considerarse conservadoras.
- Se reconoce que el ajuste fiscal factible luego de las grandes afectaciones de la pandemia debe ser gradual, y que los apoyos asociados a la atención de la misma deben

extenderse hasta el próximo año. Una falla de los escenarios fiscales en los primeros meses del covid-19 fue asumir que la respuesta estatal, sobre todo en materia de gasto, sería de corta duración, y que después de superada la emergencia se podría reducir de forma pronunciada y acelerada mayor déficit. Hoy es claro que las secuelas profundas que han dejado este choque requerirán esfuerzos más allá de 2021, y que un retiro súbito del apoyo fiscal puede arriesgar la aún incipiente recuperación.

- La estrategia de financiamiento vuelve a mostrar que es una de las mayores fortalezas en la gestión de las finanzas del GNC. En efecto, en la programación de colocaciones de deuda encontramos consistencia con los lineamientos adoptados de tiempo atrás, así como una interpretación adecuada de las condiciones de mercado y las necesidades de los inversionistas de deuda pública. Asimismo, reconocemos que la gestión de los riesgos del portafolio de los pasivos del GNC es proactiva y robusta. Todo esto contribuye a mantener un perfil de deuda sano, y alivia los riesgos de liquidez a los que se enfrenta la Administración Central al servir sus obligaciones.
- Evidenciamos mejoras en la revelación de la información en relación con ediciones anteriores. En particular, destacamos el mayor nivel de desagregación en las proyecciones de ingresos y gastos para el año en curso y el próximo, lo cual permite entender mejor la dinámica de los diferentes componentes del balance. También fortalece la transparencia el hecho de que se presenten los datos del balance del GNC sin tener en cuenta los ingresos por ventas de activos los cuales, por su carácter no recurrente, no deberían ser considerados en la medición “arriba de la línea”.

Proyección del balance del GNC a lo largo de los MFMP de la última década (% del PIB)



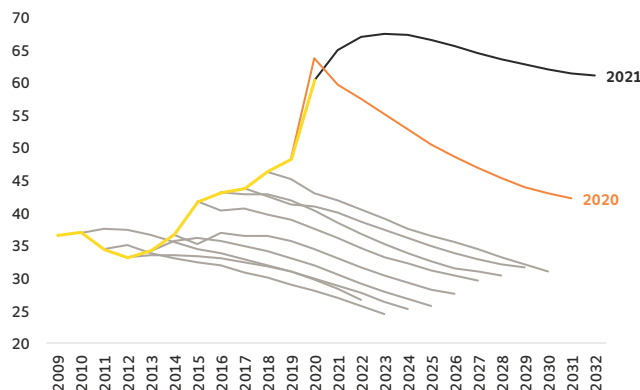
Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Introducción: ¿en dónde están los mayores riesgos y las fuentes de preocupación?

Lo negativo:

- Como es la tendencia de estos documentos, encontramos un **excesivo optimismo sobre la capacidad del Gobierno para aumentar los ingresos y moderar los gastos en el mediano plazo**. Esto lleva a que la perspectiva de moderación en el desbalance y de estabilización de la deuda del GNC al cabo de algunos años luzca poco factible.
- **El comportamiento futuro de los ingresos depende de eventos cuya materialización es incierta**. En el corto plazo, se espera que la reforma fiscal que el Gobierno está discutiendo actualmente con diferentes grupos de la sociedad se apruebe en el segundo semestre y consiga recursos adicionales por una suma que supera ampliamente lo conseguido en modificaciones anteriores al estatuto tributario.
- **Asimismo, las autoridades asumen que las ventas de activos lograrán concluir exitosamente este y el próximo año**. Por último, el desempeño de los ingresos tributarios en el mediano plazo depende de forma crítica de aumentos por cuenta de una mejor gestión de la DIAN y la implementación de la factura electrónica.
- **El rumbo futuro de los gastos asume un esfuerzo de austeridad significativo tanto en los pagos corrientes como en los de inversión**. La capacidad efectiva de reducción de estos rubros deberá enfrentar no solo la alta inflexibilidad que caracteriza el gasto público en Colombia, sino también la posible renuencia futura de las autoridades por ajustar el déficit, a costa de la implementación de sus iniciativas de gobierno.
- **La mayor parte del ajuste fiscal luego del esfuerzo desplegado durante la pandemia recaerá en la siguiente administración**. Si bien la estrategia de manejo de las finanzas públicas en Colombia tradicionalmente ha descansado en distribuir la carga del ajuste entre los responsables actuales y los futuros, en las circunstancias sociopolíticas de estos momentos tal apuesta luce particularmente retadora. De esta forma, se corrobora un estrecho vínculo entre la incertidumbre alrededor del proceso electoral de 2022 y el rumbo de las finanzas públicas en los próximos años.
- **A pesar del sesgo optimista en la estimación de ingresos y gastos, el MFMP 2021 contempla una importante ampliación de los niveles a los que se espera convergerán el déficit y la deuda pública en los próximos años**. Esto traería consigo riesgos, ya que dejaría al país en una posición vulnerable para afrontar choques futuros. También aleja a Colombia de los parámetros fiscales de los emisores soberanos con grado de inversión.
- **En suma, consideramos que el balance entre las fortalezas y las debilidades de la estrategia fiscal planteada en el MFMP 2021 está inclinado hacia estas últimas**. Por lo tanto, creemos que lo planteado por las autoridades en este documento sería insuficiente para evitar rebajas adicionales en la calificación soberana en lo que queda de 2021 y en 2022.

Proyección del saldo de la deuda bruta del GNC a lo largo de los MFMP de la última década (% del PIB)



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Supuestos macroeconómicos de corto plazo: las perspectivas de crecimiento para 2021 son conservadoras, y las de 2022 optimistas

- **Los escenarios oficiales asumen una variación del PIB de 6% este año.** Esta expectativa de aceleración está sustentada en el avance del plan de vacunación contra el covid-19 y la reapertura de la totalidad de los sectores productivos, así como en la ejecución de los planes de reactivación, la política monetaria expansiva y los vientos de cola globales.
 - **Dados los resultados hasta ahora conocidos para el 2T21, el pronóstico del gobierno para el presente año luce conservador.** En efecto, a la dinámica positiva con la que empezó 2021, se suma la resiliencia de la actividad económica en los últimos meses, en medio del avance de la tercera ola de contagios y el ambiente de incertidumbre sociopolítica. Como resultado, creemos que a hoy la proyección de crecimiento del Gobierno de 6% puede ser superada con alta probabilidad.
 - **Sin embargo, a nuestro juicio será difícil que se concrete la proyección de variación del PIB de 4,3% para el próximo año.** En primer lugar, si la expansión de la actividad en 2021 termina siendo muy superior al 6%, se fijará una alta base de comparación, la cual jalonará a la baja las variaciones del PIB subsiguientes. Segundo, es de esperar que la política económica el año siguiente se torne menos expansiva. Tercero, la incertidumbre causada por el calendario electoral puede ralentizar la toma de decisiones de gasto y, en particular, de inversión, sobre todo en el primer semestre de 2022.
- Con todo ello, vemos que el cambio del PIB para el próximo año podría incluso ser inferior a 3%.
- **Por su parte, el Gobierno proyecta que los precios del petróleo se mantendrán en USD 63 por barril para la referencia Brent en 2021 y 2022.** Dada la dinámica reciente de las cotizaciones del crudo mayoritariamente favorable, y la perspectiva de una demanda sólida dado el marcado repunte global, esta estimación de precios del crudo luce razonable. Esto se complementa con una tasa de cambio promedio que pasaría de \$3,667 este año a \$3,774 el siguiente.
 - **En materia de inflación, la proyección oficial se queda corta a la luz de los acontecimientos recientes.** De todos los supuestos macroeconómicos publicados en el MFMP2021, este es en el que consideramos que las expectativas oficiales pueden terminar superándose y generando presiones negativas en el balance del GNC.
 - **Lo anterior, en la medida en la que los eventos de los últimos meses nos han llevado a considerar que, en lo que resta del año, la variación anual del IPC estará por encima de la meta de 3%.** De hecho, vemos altamente probable que a diciembre la inflación se ubique entre 3,5% y 3,7%. Esto puede implicar riesgos fiscales en el frente del gasto, en particular por los mayores gastos corrientes y un servicio de la deuda más elevado.

Principales supuestos macroeconómicos del MFMP 2021 relativos a la edición del año anterior

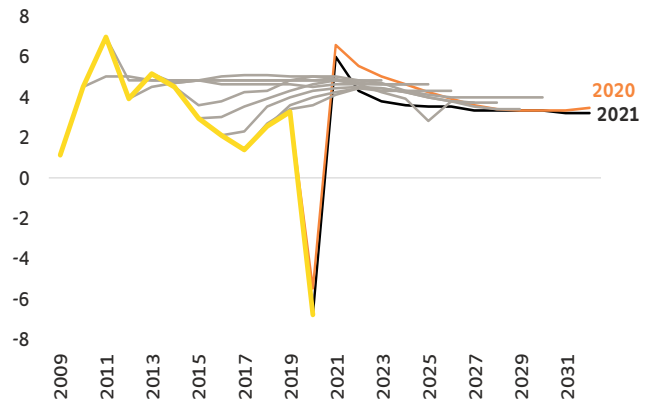
Variable	MFMP 2020		MFMP 2021	
	2021	2022	2021	2022
Crecimiento del PIB (var. % anual)	6,6%	5,5%	6,0%	4,3%
Desempleo (% de la PEA, nacional)	-	-	14,1%	11,2%
Inflación (% anual)	3,0%	3,0%	3,0%	2,8%
Balance de cuenta corriente (% del PIB)	-3,7%	-3,2%	-3,8%	-3,5%
Precio del petróleo (USD por barril de Brent)	\$ 50,2	\$ 58,7	\$ 63,0	\$ 63,0
Tasa de cambio (USDCOP promedio año)	\$ 3.747	\$ 3.811	\$ 3.667	\$ 3.774

Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Supuestos macroeconómicos: en relación con ediciones previas, para el mediano plazo se tiene una perspectiva más cautelosa

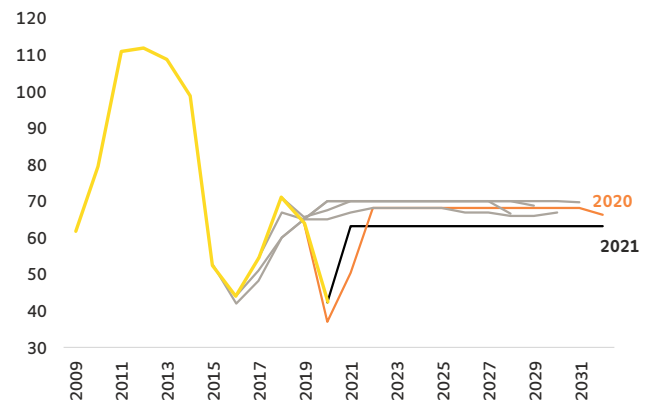
- El documento contempla un crecimiento promedio de la economía de 3,4% a partir de 2023. Para las autoridades, la recuperación de la economía colombiana luego del choque de la pandemia del covid-19 estaría soportada en el avance de la inversión, así como en los efectos positivos de la población migrante venezolana en términos de mayor disponibilidad de mano de obra e impulso al consumo privado.
- A pesar de estos factores de impulso, la proyección de crecimiento para la próxima década es inferior en 0,4 pps a lo contemplado en el MFMP del año anterior. En comparación con los pronósticos de 2020, las diferencias más marcadas están en las perspectivas del PIB hasta 2027. Asociamos esta moderación en el crecimiento esperado de mediano plazo a las repercusiones estructurales de la pandemia.
- En particular, el documento menciona que, para los expertos del subcomité de PIB potencial de la regla fiscal, la pandemia deja una pérdida permanente en la senda de PIB potencial de mediano plazo. Así, los niveles de PIB potencial de la senda presentada en el MFMP 2021 son en promedio menores en 6,9% a lo planteado en el documento del año pasado. Esto se asocia a las profundas afectaciones al mercado laboral, los retrocesos en materia de pobreza y desigualdad y la caída en productividad en varios sectores económicos. Estas repercusiones de largo aliento no eran tan claras cuando se elaboraron los pronósticos fiscales del año anterior.
- Por lo tanto, al comparar con todas las ediciones del documento de la última década, encontramos que la de 2021 es la senda de crecimiento económico más modesta que se ha formulado (ver gráfica superior). Creemos que esto es un punto destacado de este MFMP, ya que una crítica común en el pasado era que las expectativas de las autoridades fiscales eran excesivamente optimistas, con lo que se sobreestimaba la capacidad de recaudo.
- Para los precios del crudo también se contempla una proyección más moderada. En particular, el MFMP 2021 presenta una estimación lineal US\$ 63 para el barril de la referencia Brent para todo el horizonte de proyección. Este es el nivel de mediano plazo más bajo desde el MFMP 2015, en el que se redujeron considerablemente las expectativas frente a este producto luego del desplome de los precios ocurrido en 2014 (ver gráfica inferior). Teniendo en cuenta que los precios actuales en el mercado mundial están casi US\$ 10 por encima de este promedio esperado, esta coyuntura resulta propicia para que las autoridades ejecuten la estrategia de cobertura de los precios que se ha estructurado en años recientes.

Proyección de crecimiento del PIB a lo largo de los MFMP de la última década (var. % anual)



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Proyección de precio del petróleo a lo largo de los MFMP de la última década (ref. Brent, US\$ por barril)



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Perspectiva de corto plazo: se mantiene la estimación de déficit en 2021, asociado al gasto total más alto de la historia

- Las autoridades corroboran que este año la Administración Central tendrá un déficit de 8,6% del PIB, el nivel más alto de la historia moderna. Este desbalance corresponde a casi \$96 billones, es decir casi 4 veces el valor nominal observado en 2019, antes de la llegada de la pandemia.
- Esperábamos que, frente a las cifras dadas a conocer en febrero en el Plan Financiero, hubiese una reducción en el déficit para este año. Esto, ya que tales cifras habían sido recibidas negativamente por inversionistas y calificadoras. Además, porque el elemento que soportaba la apuesta por más apoyo fiscal, que era el ambicioso ajuste de mediano plazo contemplado en el proyecto de ley de solidaridad sostenible, ya no es viable luego de su retiro. En su lugar, todo el aumento en el ingreso relativo al escenario de principios de año (0,4% del PIB) se compensa con mayor gasto.
- El rubro del ingreso que tuvo en las proyecciones para este año un mayor ajuste al alza es el de recursos de capital, que pasó de 2,1% a 2,3% del PIB. Parte de este incremento, en comparación con lo previsto en febrero, tiene que ver con que los ingresos por optimización de activos, asociados a la venta de la participación accionaria de la Nación en ISA, se estiman ahora en \$14 billones.
- También se presentó un aumento en la expectativa de ingresos financieros, en tanto que los excedentes financieros esperados se mantuvieron en 0,8% del PIB. En lo correspondiente a ingresos tributarios, se mejoró la expectativa en 0,1% hasta 13,6%, lo cual es consistente con el ajuste en la proyección de crecimiento de 5% a 6%.
- El gasto total estimado para el presente año, que en el Plan Financiero era el más alto de la historia, se incrementó todavía más, hasta 24,8% del PIB. Este aumento ocurriría pese a que tanto los rubros de pagos de intereses como de inversión son menores que lo previsto en febrero. El primero se revisó a la baja en 0,1% hasta 3,3% del PIB, en tanto que el segundo lo hizo en 0,4% hasta 2,7% del PIB. No obstante, los valores para estas dos categorías siguen superando su promedio de la última década, que en ambos casos es de 2,4%.
- En línea con lo antes descrito, los gastos distintos de intereses e inversión pasan de 18% en el Plan Financiero a 18,8% del PIB en el MFMP 2021. Esta suma comprende tanto el rubro de funcionamiento, como lo correspondiente a la atención de la emergencia sanitaria y sus efectos sociales.
- Si bien la desagregación de las cifras en el Plan Financiero no es suficiente para hacer una comparación línea por línea con el MFMP, al tener en cuenta los valores de 2020 se advierte que hay ajustes a la baja de 0,1% del PIB cada uno en servicios personales, transferencias y gastos generales. De este modo, lo que explica la ampliación del gasto es el rubro destinado a la pandemia. En particular, el documento incorpora un renglón asociado al proyecto de ley de inversión social que el Gobierno presentará al Congreso en la próxima legislatura, por 1% del PIB. De acuerdo con el MFMP 2021, dicho proyecto incorpora una adición presupuestal que posibilitaría este incremento en el gasto.

Balance del GNC proyectado por el MFMP 2021
(miles de millones de pesos; % del PIB)

Concepto	Plan Financiero 2021		Miles de millones			% del PIB		
	\$MM	% del PIB	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Ingresos totales	173.090	15,8%	152.568	179.231	193.964	15,2%	16,2%	16,2%
Tributarios	147.629	13,5%	130.763	151.065	170.246	13,0%	13,6%	14,2%
No tributarios	1.376	0,1%	1.658	1.376	1.485	0,2%	0,1%	0,1%
Fondos especiales	1.443	0,1%	1.414	1.443	1.483	0,1%	0,1%	0,1%
Recursos de capital	22.642	2,1%	18.733	25.346	20.748	1,9%	2,3%	1,7%
Optimización de activos	12.000	1,1%	0	14.000	7.100	0,0%	1,3%	0,6%
Gastos totales	267.736	24,4%	230.332	274.980	277.537	23,0%	24,8%	23,2%
Intereses	36.771	3,4%	28.337	36.771	41.331	2,8%	3,3%	3,5%
Funcionamiento	197.007	17,9%	181.696	197.007	204.497	18,1%	17,8%	17,1%
Inversión	33.958	3,1%	20.393	30.083	25.361	2,0%	2,7%	2,1%
Inversión social	0	0,0%	0	11.119	6.348	0,0%	1,0%	0,5%
Balance primario	-57.875	-5,3%	-49.427	-58.978	-42.243	-4,9%	-5,3%	-3,5%
Balance total	-94.647	-8,6%	-77.763	-95.749	-83.574	-7,8%	-8,6%	-7,0%

Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Fuentes y usos de 2021: la programación de financiamiento en el mercado local tuvo ajustes marginales

- De acuerdo con el MFMP 2021, el monto y la composición de las fuentes de financiamiento son similares a lo previsto en el Plan Financiero de febrero, y la programación experimentaría cambios marginales. El más relevante de ellos es que, desde finales de julio, las subastas semanales de TES tendrán una recomposición tendiente a reducir la duración promedio del portafolio de nuevas colocaciones.
- Este ajuste se da como resultado de la preferencia de los agentes por reducir la exposición al riesgo de tasas de interés de sus tenencias en deuda pública. Esto se da como consecuencia de los riesgos idiosincráticos que se han acentuado en los últimos meses y un posible endurecimiento en las condiciones financieras globales. Estos factores habían llevado a que en lo que va de este año la curva colombiana en moneda local haya presentado uno de los empinamientos más marcados en el mundo emergente.
- La modificación implica que los TES en pesos de 2050 y los TES denominados en UVR solo se subastarán una vez al mes. En su lugar, el portafolio de nuevas colocaciones se concentrará en las referencias de mediano plazo (TES TF: 2031 y 2036, y TES UVR: 2029 Y 2037).
- Además, la Dirección de Crédito Público anunció su decisión de colocar un nuevo bono de referencia a 10 años denominado en pesos. Este título madurará en 2031 y reemplazará al instrumento de tasa fija con vencimiento en noviembre de 2027. La emisión de la nueva referencia se llevará a cabo en dos subastas, el 23 de junio y el 14 de julio, por un monto de \$700 mil millones cada una.
- En la actualidad, las autoridades ya han conseguido casi el 46% de la meta de emisiones mediante el mecanismo de subastas de TES para este año. De acuerdo con las cifras más recientes, y pese a que en mayo se moderó levemente el ritmo mensual de colocaciones, en lo que va de 2021 se han subastado casi \$18,4 billones de los \$40 billones previstos en el Plan Financiero.
- Por su parte, el grueso de las necesidades de financiamiento externo para 2021 ya ha sido conseguido. En este frente, se destacan las operaciones realizadas en el mercado global en enero y abril, que representaron desembolsos por USD 5.840 millones, así como la realización de recompras de bonos con vencimiento en 2021, 2024 y 2027 por USD 1.228 millones. A ello podría sumarse el remanente de la línea de crédito flexible con el FMI que fue utilizada por primera vez el año pasado.
- No esperamos que los planes de colocación para el resto de 2021 tengan ajustes adicionales a los ya mencionados. Asimismo, consideramos que es altamente probable que el Gobierno logre allegar la totalidad de los recursos de crédito previstos para este año. En efecto, el entorno de bajas tasas de interés imperante en el mundo y el valor que se ha generado como resultado del empinamiento de la curva de TES hace que el mercado local de deuda pública siga siendo atractivo para los jugadores internacionales, incluso a pesar de que la Nación experimente nuevas rebajas en su calificación crediticia.

Fuentes y usos del GNC en 2021
(\$ miles de millones)

FUENTES	Plan Financiero 2021		MFMP 2021		USOS	Plan Financiero 2021		MFMP 2021	
		132,082		134,068			132,082		134,068
Desembolsos		90,496		91,634	Déficit a Financiar		94,647		95,749
Externos (USD) (USD 10.110 mill)		35,164	(USD 10.110 mill)	36,302	De los cuales				
Bonos		23,443		24,201	Intereses internos		26,318		27,058
Multil y otros		11,721		12,101	Intereses externos (USD 2.775 mill)		10,454	(USD 2.577 mill)	9,712
Internos		55,332		55,332	Amortizaciones		18,654		18,928
TES		52,732		52,732	Externas (USD) (USD 3.000 mill)		10,397	(USD 2.981 mill)	10,937
Subastas y sindicaciones		40,000		40,000	Internas		8,257		7,991
TES verdes		2,000		2,000	Pago Obligaciones (Sentencias, Salud, Otros)		8,590		8,590
Entidades Públicas		10,732		10,732					
Otra deuda interna		2,600		2,600					
Otros Recursos		8,925		9,773					
Disponibilidad inicial		32,661		32,661	Disponibilidad Final		10,191		10,800

* Cálculos propios

Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

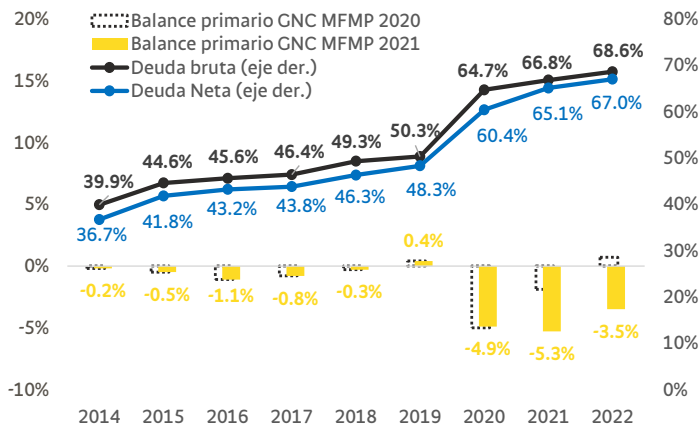
Perspectiva fiscal de 2022: el ajuste será más tímido que el previsto previamente, y estará acompañado de riesgos en ingresos

- Con el MFMP 2021 se presentan por primera vez estimaciones oficiales detalladas para el próximo año. El mensaje principal de este escenario es que, frente a su máximo histórico de este año, se estima una corrección del déficit hasta 7% del PIB.
- Esta cifra contrasta con nuestra estimación previa a la publicación del documento, que preveía un desbalance del 6,2% del PIB. Además de contribuir a estabilizar el incremento en el endeudamiento público, creíamos que para el 2022 se daría una mayor corrección en el déficit, puesto que se trata de un año de transición entre administraciones, hecho que tiende a facilitar la economía política del ajuste fiscal.
- Por el contrario, las autoridades prevén que el saldo de la deuda pública seguirá incrementándose. En efecto, en el pronóstico central se tiene previsto que la deuda bruta se ubicará en 68,6% del PIB, casi 2 puntos porcentuales más que el valor de cierre contemplado para este año. Este incremento está explicado principalmente porque el balance primario de 2022 continuaría en terreno negativo, en 3,5% del PIB.
- Lo anterior contrasta con el MFMP 2020, en el que se tenía previsto que el próximo año ya habría un balance primario superavitario. Tal expectativa resultaba poco viable, ya que implicaba un ajuste de una magnitud que podría amenazar la recuperación de la economía. La visión del documento de este año es más probable, pero al mismo tiempo implica un mayor riesgo, en la medida en la que falla en contener el avance de la deuda, que se acercaría más hacia niveles consistentes con una situación de

dominancia fiscal.

- En el capítulo de ingresos, el próximo año empezaría al menos de forma parcial una sustitución de recursos extraordinarios por recaudo tributario. Esto se debe a que se esperan en 2022 recursos provenientes de la reforma fiscal por 0,3% del PIB, previsiblemente asociados a pagos adelantados de renta corporativa. La proyección también contempla 0,5% del PIB en ingresos corrientes adicionales por gestión de la DIAN, cifra que consideramos ambiciosa, y que, por tanto, acarrea un riesgo relevante.
- Por su parte, los recursos asociados a la enajenación de activos se moderarían a 0,7% del PIB. Esta reducción se explica porque, luego de la venta de la participación accionaria en ISA, el conjunto de activos públicos atractivos para los agentes privados se reduce significativamente. Además, el calendario electoral y el cambio de gobierno pueden complicar la materialización de estas operaciones.
- En los gastos, todos los renglones salvo el pago de intereses se reducirían. Esto refleja, por una parte, un menor esfuerzo fiscal asociado a la menor intensidad de la pandemia, así como una cifra de inversión más modesta, inferior inclusive a su promedio de la última década. Por el contrario, el servicio de la deuda aumenta de la mano de un mayor pago de intereses asociado al incremento en el endeudamiento. En general, percibimos que el desmonte en el gasto asociado al covid-19 es razonable, pero nos quedan dudas de si la magnitud de esta reducción (cerca de 1,8% del PIB) es factible.

Saldo de la deuda del GNC proyectado por el MFMP 2021 (%del PIB)



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

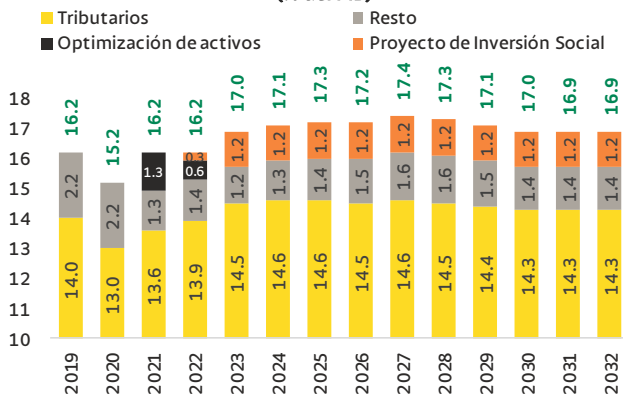
Perspectivas de mediano plazo: los ingresos aumentarían de forma significativa, gracias a un mayor recaudo tributario

- **La perspectiva sobre el comportamiento de los ingresos tributarios para los próximos años está soportada en supuestos optimistas.** Es así como el MFMP 2021 proyecta que el recaudo impositivo, sin considerar el efecto de la reforma fiscal que se tramitará en el segundo semestre, llegará a 14,5% del PIB desde 2023, cifra que supera al promedio de 13,9% observado entre 2015 y 2019.
- **Al igual que en ediciones previas de este documento, la mayor parte de este incremento estaría soportado en un aumento en la recaudación proveniente de la lucha contra la evasión, lo que incluye la implementación de la factura electrónica, y el fortalecimiento de la DIAN.** Se espera que dicho efecto positivo llegue a un máximo de 1,4% del PIB, expectativa que consideramos ambiciosa.
- **A lo anterior se suman los ingresos esperados por cuenta del proyecto de ley de inversión social, que aportaría ingresos por 1,2% del PIB a partir de 2023.** Aunque el MFMP 2021 no detalla la composición de este recaudo esperado, hay dos elementos de esta proyección que vale la pena resaltar. El primero es que, si se tiene en cuenta que las reformas aprobadas en la historia reciente han conseguido recaudos de hasta 0,8% del PIB, la expectativa planteada es bastante retadora. El segundo es que supone que el esfuerzo de recaudación adicional tendrá un carácter permanente. Esto es técnicamente deseable, pero puede demandar esfuerzos políticos significativos para su aprobación.
- **Por su parte, para los ingresos tributarios petroleros se estima un promedio de mediano plazo de 0,4% del PIB.** Esta expectativa es consistente con la perspectiva de que la referencia Brent se mantenga sobre USD 60 por barril, y una senda de producción que declina gradualmente.

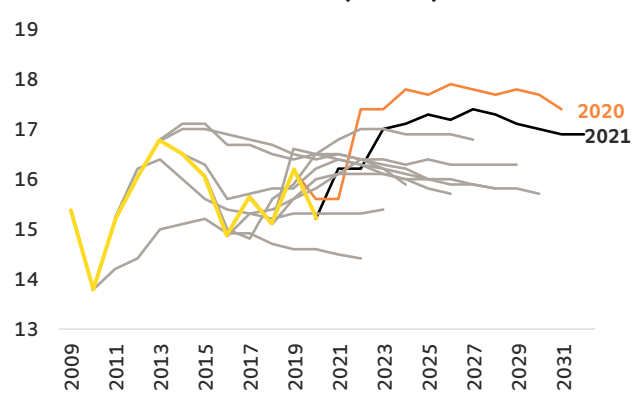
De otro lado, el MFMP 2021 supone que los ingresos tributarios no petroleros disminuyen en 0,3% del PIB hacia 2023-2032, como resultado de la implementación de las disposiciones contenidas en la reforma de 2019.

- **Después de las enajenaciones de activos previstas para 2021 y 2022, los otros ingresos se moderarían en el mediano plazo hasta menos de 1,5% del PIB.** El grueso de los recursos que se contemplan en este rubro provendría del giro de dividendos de Ecopetrol, que promediaria 0,5% del PIB entre 2023 y 2032. Por su parte, las utilidades del Banco de la República, que serían casi nulas hasta 2024, se recuperarían paulatinamente hasta 0,4% del PIB hasta 2027. Así las cosas, vemos que en esta fuente los potenciales riesgos de reducción de ingresos están contenidos. En donde creemos que está el auténtico reto de la perspectiva propuesta por el documento es en compensar lo que se deje de percibir por ventas de activos desde 2023 con ingresos permanentes.
- **En suma, la perspectiva de ingresos totales para el mediano plazo es mucho más optimista que lo observado en la historia reciente, y que lo proyectado hasta 2019.** En efecto, ni siquiera en el pico de la bonanza petrolera el GNC logró llegar a ingresar una suma cercana a lo que el MFMP 2021 estima a partir de 2023. Si a esto se suma que la mayoría de este aumento vendría de ingresos corrientes, la conclusión a la que llegamos es que la perspectiva que tiene el Gobierno en este frente es inequívocamente optimista. Por tanto, es susceptible a riesgos a la baja, sobre todo si la reforma de este año termina siendo más modesta y si las expectativas frente a la gestión de la DIAN no logran concretarse en su totalidad.

Proyección de ingresos del GNC en el MFMP 2021 por componentes (% del PIB)



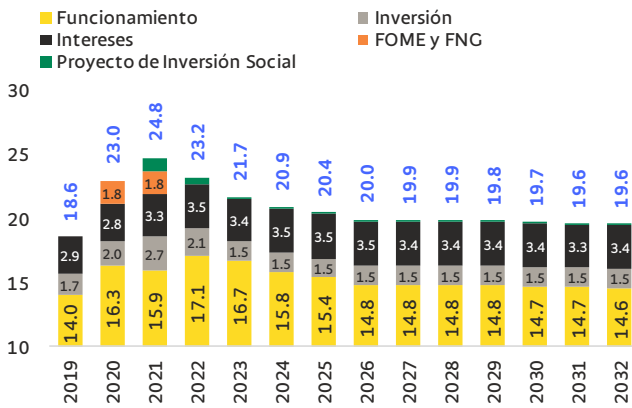
Proyección de ingresos totales del GNC a lo largo de los MFMP de la última década (% del PIB)



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

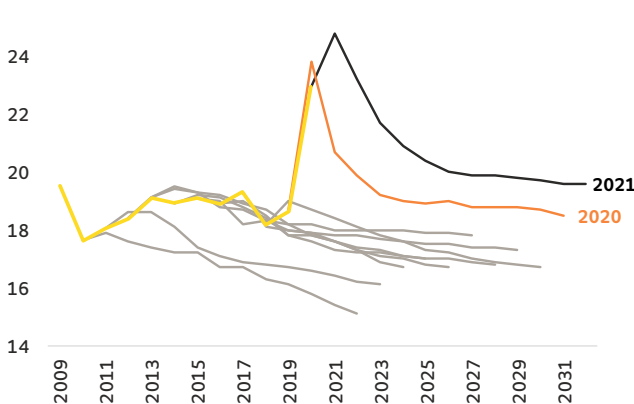
Perspectivas de mediano plazo: una vez superada la pandemia, el gasto se ubicaría por encima de sus registros de años recientes

Proyección de gastos del GNC en el MFMP 2021 por componentes (% del PIB)



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Proyección de gastos totales del GNC a lo largo de los MFMP de la última década (% del PIB)



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

- A lo largo de la siguiente década el gasto del GNC se mantendría casi 2 pps del PIB por encima de lo observado en los últimos años. Entre 2010 y 2019 el gasto agregado de la Administración Central promedió un 18,4%. En el MFMP 2021 se estima que en el periodo 2023-2032 será de 20,2% del PIB. Tal cambio de niveles se daría incluso asumiendo que la mayor parte del esfuerzo asociado a atender la emergencia sanitaria y sus efectos sobre hogares y empresas se desmontaría a partir de 2023.

- En el rubro de funcionamiento se prevé una reducción notable, desde 16,7% del PIB en 2023 hasta 14,6% en 2032. Dada la alta inflexibilidad de este componente del gasto público, debido a las asignaciones previstas por la Constitución y la ley, será un desafío que seguramente requerirá gestionar varias reformas legislativas. Uno de los ajustes que menciona el MFMP 2021 es la eliminación de los gastos asociados al déficit del Fondo para la Estabilización de los Precios de los Combustibles (FEPC), que representaría un menor gasto por 0,5% del PIB.

- En el rubro de inversión el esfuerzo de reducción previsto en el documento también sería sustancial. Desde los máximos de 2,7% del PIB para 2021 y 2,1% del PIB para 2022, el valor asignado a este renglón se reduciría a 1,5% del PIB durante la siguiente década. Tal nivel es casi 1% del PIB inferior al promedio de la última década (2,4% del PIB). De ser cumplida esta previsión (lo cual resulta improbable dada la alta variabilidad que ha exhibido este rubro) los gobiernos que vengan a partir de este año tendrían un margen de maniobra casi nulo para adelantar sus planes de gobierno, los cuales descansan usualmente en la capacidad de movilizar inversión pública. Así, la probabilidad de observar desviaciones al alza en este componente en años venideros es sustancial.

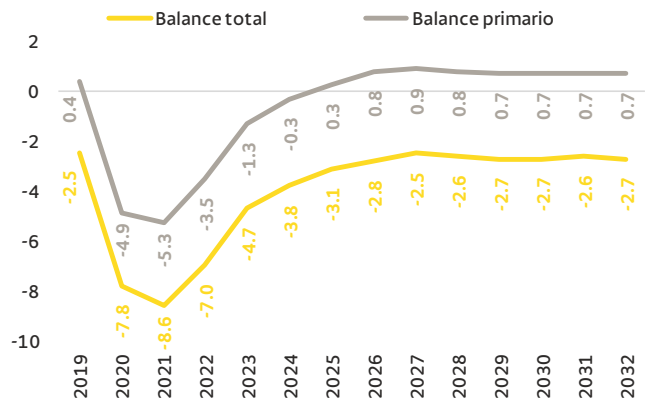
- Por el contrario, el costo del endeudamiento permanecería alto. Dado que el saldo de la deuda pública sería superior al 60% del PIB durante la próxima década, en el mediano plazo los pagos de intereses fluctuarían entre 3,3% y 3,5% del PIB, muy por encima de los registros prepandemia (2,4% del PIB). Además, esta visión supone que el cupón promedio de la deuda permanece cerca de sus niveles actuales, lo cual es difícil de lograr ante la intensificación del riesgo soberano desde el año pasado.

- La suma de lo antes descrito se traduce en la senda de gasto a cargo del GNC más alta en la historia de los MFMP. Como se aprecia en la gráfica inferior, las autoridades contemplan ahora unos niveles de gasto que superan con creces las expectativas que se tenían antes de la pandemia. De este modo, la edición más reciente de este documento representa un cambio de visión con respecto al tamaño del Estado.

Perspectivas de mediano plazo: la deuda pública se mantendría por encima del 60% del PIB, lo que representa una vulnerabilidad

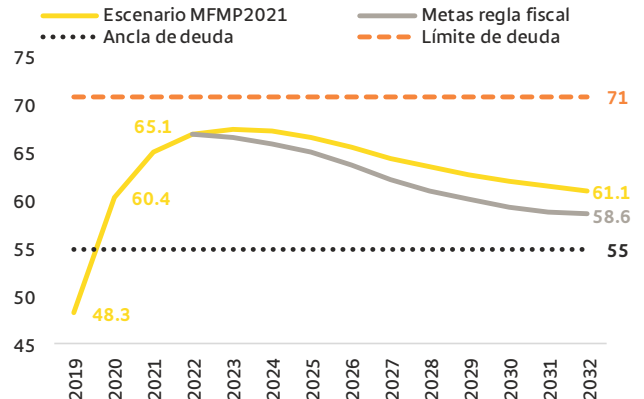
- **La mayor porción del ajuste en el mediano plazo provendría de la moderación de los gastos.** Frente a los niveles previstos para 2022, entre 2023 y 2032 el MFMP 2021 prevé una reducción de 4,3% del PIB en el desbalance del GNC. De este total, casi el 80% de la corrección estaría explicada por la moderación en los gastos (3,4% del PIB), mientras que el aumento de los ingresos correspondería apenas a 0,9% del PIB. Así las cosas, el documento supone que las administraciones que vendrán en el futuro adoptarán una política de austeridad que recogería la mayor parte del esfuerzo desplegado durante el choque generado por el covid-19.
- **El ajuste sería mucho más gradual que lo previsto en las ediciones previas del MFMP.** Las autoridades no solo estiman que la postura fiscal continuará siendo ampliamente expansiva a lo largo de 2022. También prevén que el desbalance total del GNC ascendería a 3% del PIB en la década 2023-2032. Esto es prácticamente el doble del déficit de mediano plazo considerado en los MFMP de los 10 años anteriores.
- **De este modo, el documento de este año admite que el nivel de anclaje de las expectativas fiscales se ha ampliado de forma significativa.** Además de hacer imperativo un ajuste a la regla fiscal en el proyecto de reforma que se espera se presente al Congreso el 20 de julio, este desplazamiento puede implicar un perfil de riesgo soberano distinto al que estuvo vigente la década pasada (ver pagina siguiente).
- **Los amplios niveles de déficit actuales y el ajuste gradual llevarían a que el saldo de la deuda del GNC previsto para los próximos años continúe por encima del 60% del PIB.** Esta visión es consistente con nuestros cálculos a partir de la expectativa de déficit, lo que llevaría a que al final del próximo año el nivel de deuda bruta se ubique muy cerca del 70% del PIB y que la deuda neta supere el 65% del PIB.
- **Si trasladamos esta proyección al gobierno general, se hace apreciable la diferencia entre Colombia y los emisores BBB.** El MFMP 2021 estima que entre 2023 y 2032 el saldo de la deuda del gobierno general ascenderá en promedio a 67,3% del PIB. Esta cifra supera el nivel promedio de los soberanos con calificación BBB, que registró al cierre de 2020 un 60,5% del PIB según el FMI. Así, esta perspectiva es una fuente de debilidad relativa para nuestro país que seguramente no pasará inadvertida para las agencias calificadoras.

Proyección de balance total y primario del GNC en el MFMP 2021 (% del PIB)



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Proyección de saldo de la deuda del GNC en el MFMP 2021 por componentes (% del PIB)



Fuente: Grupo Bancolombia, Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Nuestra opinión: la estrategia fiscal del MFMP 2021 sería insuficiente para evitar nuevas rebajas en la calificación crediticia

Desde antes de la llegada del covid-19, las calificadoras de riesgo consideraban que Colombia no tenía métricas consistentes con un emisor grado de inversión, especialmente en el ámbito fiscal.

Las proyecciones descritas en el MFMP de este año exacerbaban dicha situación, ya que plantean niveles de convergencia en términos de déficit y saldo de la deuda pública mucho más amplios que los previstos en las ediciones pasadas.

Indudablemente estos nuevos niveles son más factibles de alcanzar, máxime si tenemos en cuenta las profundas secuelas económicas y sociales que ha traído la pandemia, las cuales implican un esfuerzo significativo de apoyo estatal. Sin embargo, que estas proyecciones se acomoden un poco más a la realidad pospandemia e incorporen necesidades no contempladas en ediciones previas del MFMP no necesariamente implica que estén exentas de desafíos.

Por el contrario, de esta nueva visión se desprenden al menos tres riesgos relevantes. El primero y más inmediato es que una parte significativa de la consolidación fiscal prevista por las autoridades descansa en el recaudo adicional que proporcionaría el proyecto de reforma que se presentará en la próxima legislatura.

Si bien se han moderado frente al proyecto de ley que se retiró en mayo, las expectativas de ingresos de esta iniciativa (1,2% del PIB) siguen siendo mayores que lo que han conseguido las reformas tramitadas en la historia reciente (máximo 0,8% del PIB). En los próximos meses podremos corroborar si la estrategia de construcción colectiva de esta propuesta consigue el consenso necesario para lograr la aprobación de su ambiciosa meta, en medio de un contexto político y social que sigue siendo complejo.

El segundo riesgo es que las autoridades dejan en manos de la siguiente administración el grueso del ajuste necesario para cumplir con la senda de la nueva regla fiscal. Si bien la estrategia de manejo de las finanzas públicas en Colombia tradicionalmente ha descansado en distribuir la carga del ajuste entre los responsables actuales y los futuros, en las circunstancias sociopolíticas de estos momentos tal apuesta luce particularmente retadora.

En concreto, según el documento, al gobierno elegido en 2022 le correspondería reducir el gasto corriente en más de 1,5% del PIB. Tal labor sería difícil de materializar, dado que esta categoría de gasto se caracteriza por una inflexibilidad casi absoluta, la cual tiene sus orígenes en la propia Constitución. Además, el margen de maniobra de la próxima administración en materia de inversión estaría

acotado al 1,5% del PIB. Esto representa una restricción importante, que dejaría al gobierno siguiente con pocas posibilidades financieras para sacar adelante sus iniciativas.

Si a lo ya mencionado se suma el riesgo de que las reformas requeridas se pospongan luego del estallido social vivido en las últimas semanas, se corroboraría un estrecho vínculo entre la incertidumbre sobre del proceso electoral de 2022 y el rumbo de las finanzas públicas en los próximos años.

El tercer riesgo tiene que ver con que un déficit total que converge a casi el 3% del PIB y un saldo de la deuda persistentemente por encima del 60% del PIB dejarían a las finanzas públicas en un estado de vulnerabilidad para afrontar choques futuros.

En efecto, con unos niveles de deuda y unos desbalances de partida más altos, el país podría llegar rápidamente a una situación en la que, impulsada por eventos negativos (cuya probabilidad de ocurrencia en una ventana de tiempo de varios años no es despreciable), sea poco factible generar superávits suficientes para atender el servicio de la deuda.

Tal debilidad se acentúa si tenemos en cuenta que el MFMP 2021 contiene supuestos optimistas en cuanto a la realización de ingresos por ventas de activos estatales, así como aumentos en el recaudo por gestión de la DIAN e implementación de la factura electrónica. También, porque el mismo documento admite que en los años siguientes será necesario adoptar nuevas medidas de consolidación fiscal que hasta el momento no se han formulado.

Como consecuencia de lo que acabamos de mencionar, creemos que la estrategia planteada en el MFMP 2021 amplía la brecha entre las cifras fiscales que el país puede llegar a mostrar en los años siguientes y los parámetros que se requieren para retener el grado de inversión.

Por esto, consideramos que la materialización del ajuste planteado en el documento, que empezaría por la aprobación de la reforma fiscal en el segundo semestre, sería insuficiente para evitar rebajas adicionales en la calificación soberana en lo que queda de 2021 y en 2022.

Sin embargo, este puede ser un punto de partida necesario para evitar el deterioro de los pilares de estabilidad macroeconómica que el país ha construido a lo largo de varias décadas. Al fin y al cabo, contar con un ancla que guíe las expectativas de los agentes económicos y las decisiones de las autoridades y los legisladores, así sea más laxa que la teníamos antes del covid-19, es preferible a no tener ningún blanco al cual apuntar en materia fiscal.

Dirección de Investigaciones Económicas, Sectoriales y de Mercado

Juan Pablo Espinosa Arango
Director
juespino@bancolombia.com.co

Investigaciones Económicas

Arturo Yesid González Peña
Especialista Cuantitativo
arygonza@bancolombia.com.co

Juan Camilo Meneses Cortes
Especialista Macroeconómico
juamenes@bancolombia.com.co

Santiago Espitia Pinzón
Analista Macroeconómico
sespitia@bancolombia.com.co

Juan Manuel Pacheco Perez
Analista de Mercados y Banca Central
jupachec@bancolombia.com.co

Bryan Hurtado Campuzano
Analista Regional e Internacional
brhurt@bancolombia.com.co

Deiby Alejandro Rojas Cano
Analista Macrosectorial
deirojas@bancolombia.com.co

Julian Andrés Gómez Quintero
Estudiante en Práctica
juliango@bancolombia.com.co

Investigaciones Sectoriales

Jhon Fredy Escobar Posada
Gerente Sectorial de Agroindustria
jhescoba@bancolombia.com.co

Nicolás Pineda Bernal
Gerente Sectorial de Comercio
nipineda@bancolombia.com.co

Mateo Andrés Rivera Arbeláez
Analista Sectorial Comercio
marivera@bancolombia.com.co

Paolo Betancur Montoya
Analista Sectorial de Agroindustria
pabetanc@bancolombia.com.co

Javier David Villegas
Analista Sectorial de inmobiliario y hotelería
javilleg@bancolombia.com.co

Valentina Gómez Garzón
Analista Sectorial Comercio
valgomez@bancolombia.com.co

Juan Esteban Echeverri Agudelo
Auxiliar Administrativo
jueagude@bancolombia.com.co

José Manuel Lopera Molina
Estudiante en Práctica
joloopera@bancolombia.com.co

Asistente de Investigación

Alejandro Quiceno Rendón
Editor de Investigaciones
aqrendo@bancolombia.com.co

Investigaciones de Mercado

Jairo Julián Agudelo Restrepo
Gerente de Investigaciones en Renta
Variable

jjagudel@bancolombia.com.co

Diego Alexander Buitrago Aguilar
Analista de Energía
diebuit@bancolombia.com.co

Andrea Atuesta Meza
Analista Sector Financiero
aatuesta@bancolombia.com.co

Juliana Aguilar Vargas, CFA
Analista Sector Construcción
juaguila@bancolombia.com.co

Ricardo Andrés Sandoval Carrera
Analista de Petróleo y Gas
rsandova@bancolombia.com.co

Valentina Martínez Jaramillo
Analista de Consumo e Industria
vamjaram@bancolombia.com.co

Jairo Andrés Burgos Guerra
Estudiante en Práctica
jaburgos@bancolombia.com.co

Condiciones de Uso: Este informe ha sido preparado por la Dirección de Investigaciones Económicas, Sectoriales y de Mercado, un área de investigación y análisis del Grupo Bancolombia. No debe ser distribuido, copiado, vendido o alterado sin la autorización expresa del Grupo Bancolombia, ni debe ser utilizado para cualquier fin distinto a servir como material informativo, el cual no constituye una oferta, asesoría financiera o económica, recomendación personalizada o sugerencia del Grupo Bancolombia para la toma de decisiones de inversión o la realización de cualquier tipo de transacciones o negocios en el mercado público de valores o cualquier otro. El uso de la información suministrada es de exclusiva responsabilidad de su receptor, por lo que será responsabilidad de cada usuario el análisis que desarrolle y las decisiones que se tomen con base en la información que en este documento se relaciona. Antes de tomar una decisión de inversión, usted deberá evaluar múltiples factores tales como los riesgos propios de cada instrumento, su perfil de riesgo, sus necesidades de liquidez, entre otros. El presente informe o documento es tan sólo uno de muchos elementos que usted debe tener en cuenta para la toma de sus decisiones de inversión. Para ampliar el contenido de esta información, le solicitamos comunicarse con su gerente comercial. Le recomendamos no tomar ninguna decisión de inversión hasta no tener total claridad sobre todos los elementos involucrados en una decisión de este tipo. Los valores, tasas de interés y demás datos que allí se encuentren, son puramente informativos y no constituyen una oferta, ni una demanda en firme, para la realización de transacciones. Así mismo, de acuerdo con la regulación aplicable, nuestras opiniones o recomendaciones no constituyen un compromiso o garantía de rentabilidad para el inversionista.

La información y opiniones del presente informe constituyen un análisis a la fecha de publicación y están sujetas a cambio sin previo aviso. Por ende, la información puede no estar actualizada o no ser exacta. Las proyecciones futuras, estimados y previsiones, están sujetas a varios riesgos e incertidumbres que nos impiden asegurar que las mismas resultarán correctas o exactas, o que la información, interpretaciones y conocimientos en los que se basan resultarán válidos. En ese sentido, los resultados reales pueden diferir sustancialmente de las proyecciones futuras acá contenidas. Debe tener en cuenta que la inversión en valores o cualquier activo financiero implica riesgos. Los resultados pasados no garantizan rendimientos futuros. Las entidades que hacen parte del Grupo Bancolombia pueden haber adquirido y mantener en el momento de la preparación, entrega o publicación de este informe, para su posición propia o la de sus clientes, los valores o activos financieros a los que hace referencia el reporte. El Grupo Bancolombia cuenta con políticas de riesgo para evitar situaciones de concentración en sus posiciones y las de sus clientes, las cuales contribuyen a la prevención de conflictos de interés. En relación con tales conflictos de interés, declaramos que (i) Valores Bancolombia S.A. Comisionista de Bolsa y/o Banca de Inversión Bancolombia S.A. Corporación Financiera han participado en la estructuración y/o colocación de valores de renta variable para Bancolombia S.A. (ii) el Grupo Bancolombia es beneficiario real del 10% o más del capital accionario emitido por Valores Simesa S.A., y Protección S.A. (iii) Bancolombia es uno de los principales inversionistas del Fondo Inmobiliario Colombia – FIC. (iv) Valores Bancolombia S.A. Comisionista de Bolsa es filial de Bancolombia S.A. No obstante lo anterior, este informe ha sido preparado por nuestra área de Análisis Bancolombia con base en estrictas políticas internas que nos exigen objetividad y neutralidad en su elaboración, así como independencia frente a las actividades de intermediación de valores y de banca de inversión. La información contenida en este reporte no se fundamenta, incluye o ha sido estructurada con base en información privilegiada o confidencial. Cualquier opinión o proyección contenida en este documento es exclusivamente atribuible a su autor y ha sido preparada independiente y autónomamente a la luz de la información que hemos tenido disponible en el momento. El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.39.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen.

Escala de Recomendaciones: La recomendación de inversión sobre los emisores bajo cobertura por parte de Análisis Bancolombia, se rigen por la siguiente Escala de Recomendaciones que está sujeta a los criterios desarrollados a continuación:

El potencial de valorización es la diferencia porcentual que existe entre el precio objetivo de los títulos emitidos por un determinado emisor y su precio de mercado. El precio objetivo no es un pronóstico del precio de una acción, sino una valoración fundamental independiente realizada por el área de Análisis Bancolombia, que busca reflejar el precio justo que debería pagar el mercado por las acciones en una fecha determinada.

A partir de un análisis de potencial de valorización relativo entre los títulos de las compañías bajo cobertura y el índice COLCAP, se determinan las recomendaciones de los activos, así:

- Sobreponderar:** se da cuando el potencial de valorización de una acción supera por 5% o más el potencial de retorno del índice COLCAP.
- Neutral:** se da cuando el potencial de valorización de una acción no difiere en más de 5% del potencial de retorno del índice COLCAP.
- Subponderar:** se da cuando el potencial de valorización de una acción se encuentra 5% o más por debajo del potencial de retorno del índice COLCAP.
- Bajo Revisión:** la cobertura de la compañía se encuentra bajo revisión y por lo tanto no tiene recomendación ni precio objetivo.

Adicionalmente, a criterio del analista, se continuará utilizando el calificativo “Especulativo” que complementa la recomendación, teniendo en cuenta los riesgos que se vean en el desempeño del activo, su desarrollo futuro y la volatilidad que pueda presentar el movimiento de la acción.

El potencial fundamental del índice se determina con base en la metodología establecida por la BVC para el cálculo del índice COLCAP, considerando los precios objetivo publicados por Análisis Bancolombia. Esto se realizará con la canasta vigente del COLCAP en las fechas de cálculo mayo y noviembre de cada año. Para las compañías que hacen parte del índice, y que no se tienen bajo cobertura, se tomará el consenso de los analistas del mercado.

Actualmente, el área de Análisis Bancolombia tiene 18 compañías bajo cobertura, distribuidas de la siguiente manera:

	Sobreponderar	Neutral	Subponderar	Bajo Revisión
Número de emisores con recomendación de:	9	2	5	2
Porcentaje de emisores con recomendación de:	50%	11%	28%	11%