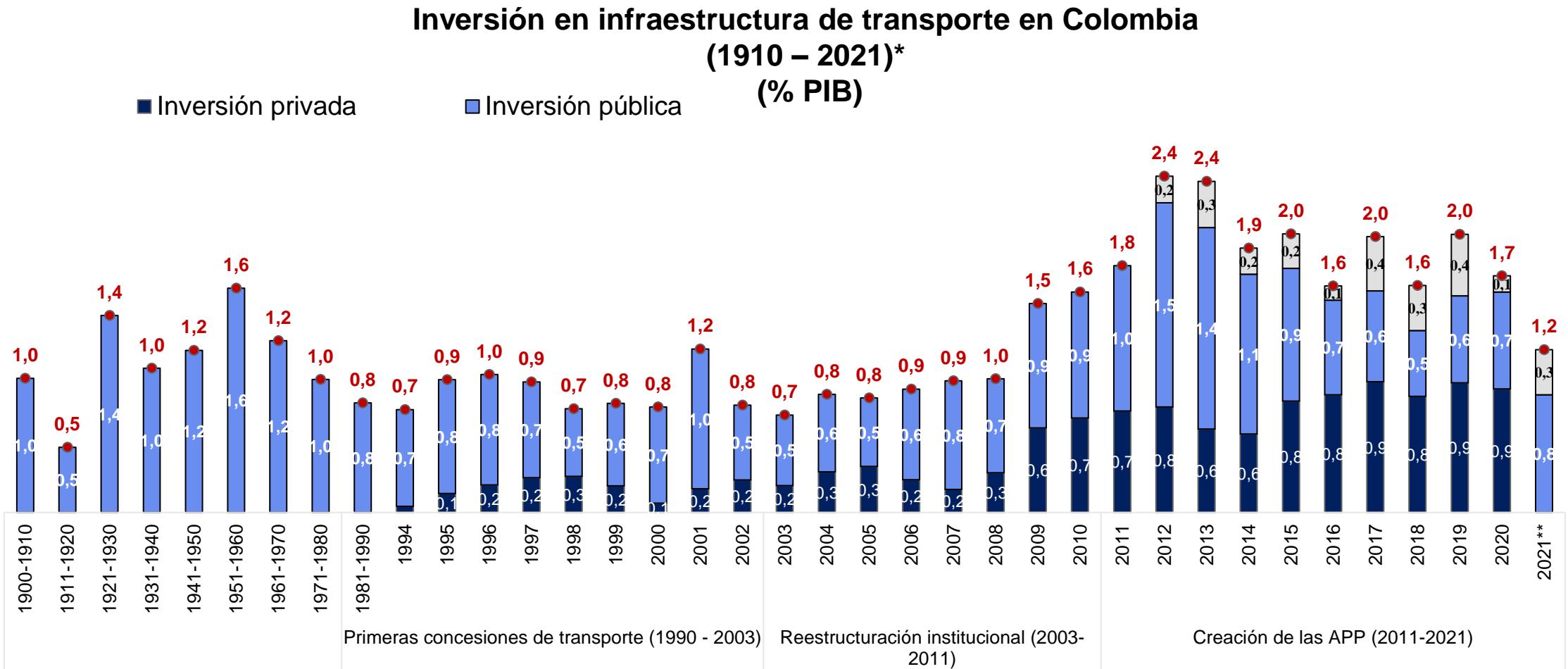


Perspectivas de mediano plazo de la infraestructura y sostenibilidad fiscal del modelo APP



La inversión en infraestructura se ha visto limitada por las restricciones fiscales. El modelo de APPs permitió avanzar ante estos desafíos



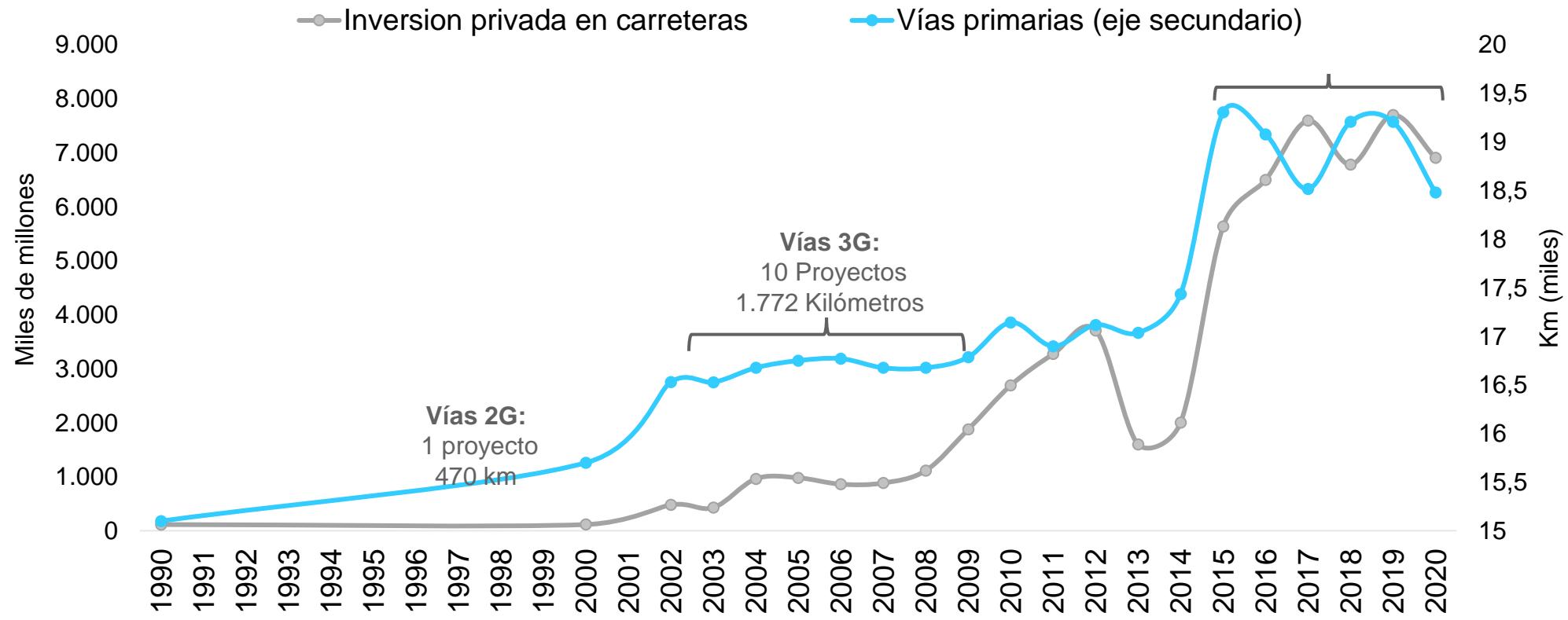
Fuente: Alvear (2008) DNP (2020), Banco de la República (2021), Ministerio de transporte (2021), SGR (2021) y MHCP (2022).

*A partir de 2011, los datos de inversión pública se extrajeron del reporte SIIF del MHCP.

**No hay información disponible sobre la inversión privada para 2021.

Las APPs han posibilitado la construcción de 10.000 km de vías primarias, que no hubieran sido viables con contratos de obra pública, debido a las condiciones fiscales del país

Inversión privada en carreteras y vías primarias (1990 – 2019)*

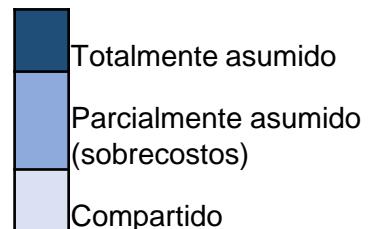


Fuente: Cárdenas et al. (2005) y Ministerio de transporte (2021).

*Los kilómetros hacen referencia a construcción y mantenimiento.

Las APPs permiten una asignación eficiente de los riesgos entre el sector público y privado. A medida que este esquema se ha institucionalizado en Colombia, la asignación de riesgos ha mejorado significativamente

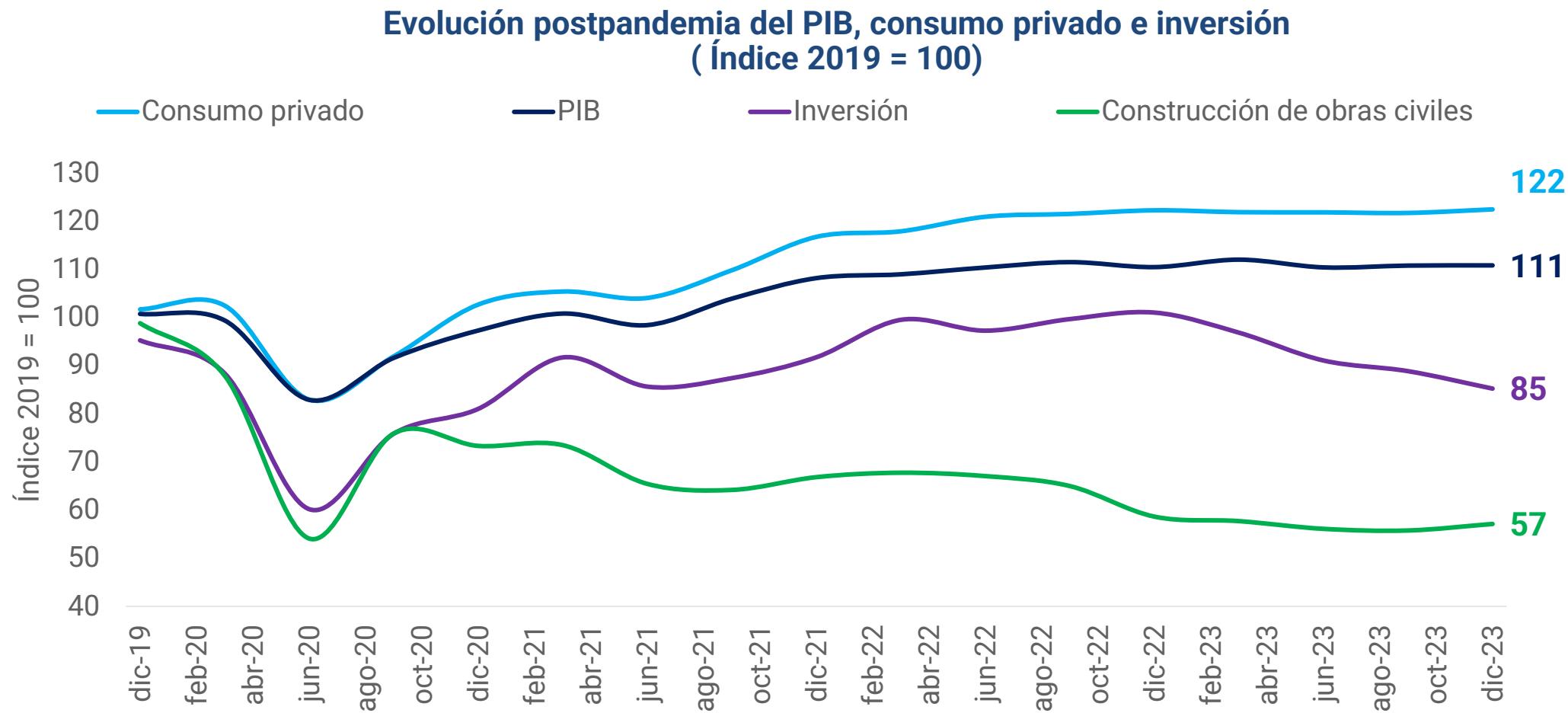
Tipo de riesgo	1a generación -1993		2a generación -1997		3a generación -2008		4a generación -2013	
	Público	Privado	Público	Privado	Público	Privado	Público	Privado
Riesgo de construcción								
Peajes e incremento tarifario								
Diseño y construcción	C	C						
Predial								
Cambio tributario							C	C
Riesgo de mercado								
Tráfico								
Riesgo medioambiental/Otro								
Ambiental								
Fuerza mayor no asegurable								
Riesgo financiero								
Financiación								
Anticipos (entrega contra disponibilidad)*								
Cambiario	Cubrimiento servicio de deuda	Otros riesgos cambiarios	Cubrimiento servicio de deuda	Otros riesgos cambiarios	Pagos vigencias en dólares	Otros riesgos cambiarios	Pagos vigencias en dólares	Otros riesgos cambiarios



Fuente: Elaboración propia con base en documentos CONPES DNP.

*Ley 1508 del 2012, artículo 5: Derecho a retribuciones. El derecho al recaudo de recursos por la explotación económica del proyecto, a recibir desembolsos de recursos públicos o a cualquier otra retribución, en proyectos de asociación público-privada, estará condicionado a la disponibilidad de la infraestructura, al cumplimiento de niveles de servicio, y estándares de calidad en las distintas unidades funcionales o etapas del proyecto.

Aunque el nivel de la producción nacional es 10,8% mayor frente a 2019, la inversión presenta una preocupante caída, por debajo de los niveles prepandemia

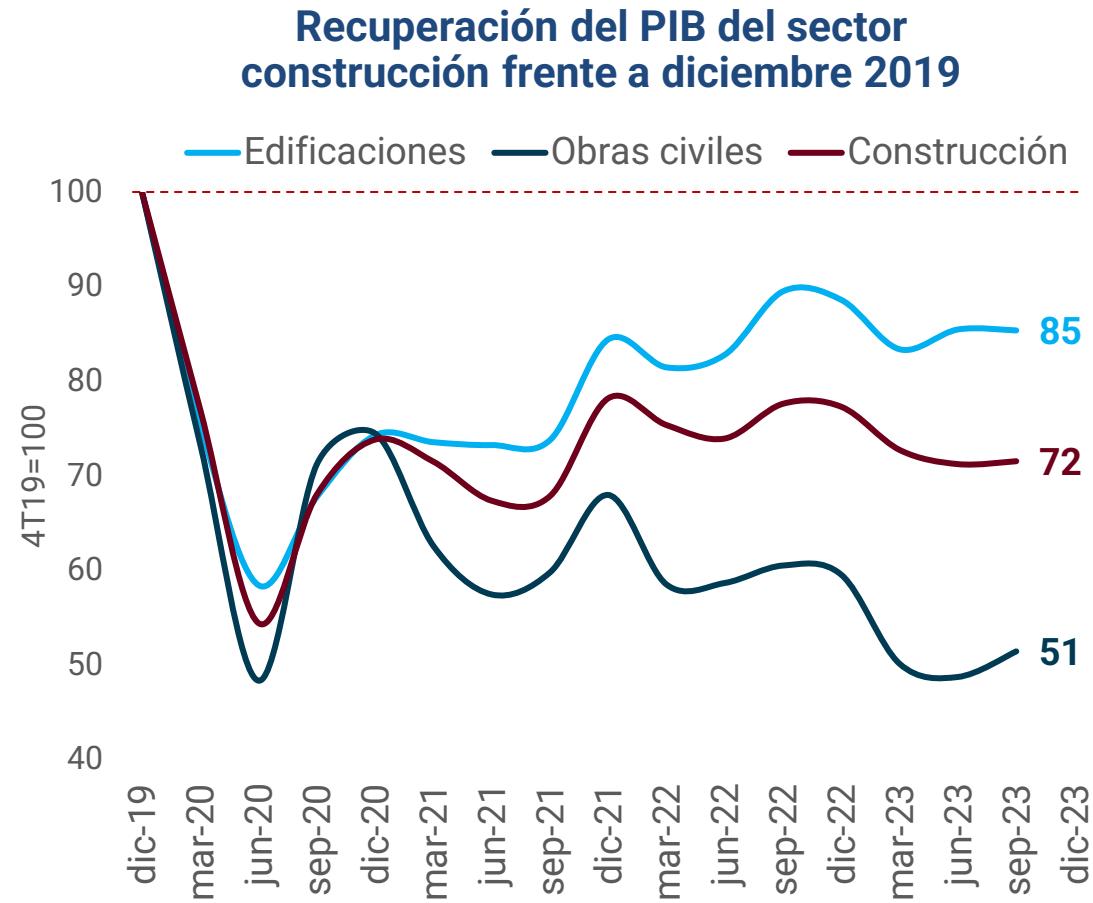


Fuente: DANE. Elaboración Corficolombiana.
Nota: Se utilizaron las series corregidas por efecto estacional y calendario.

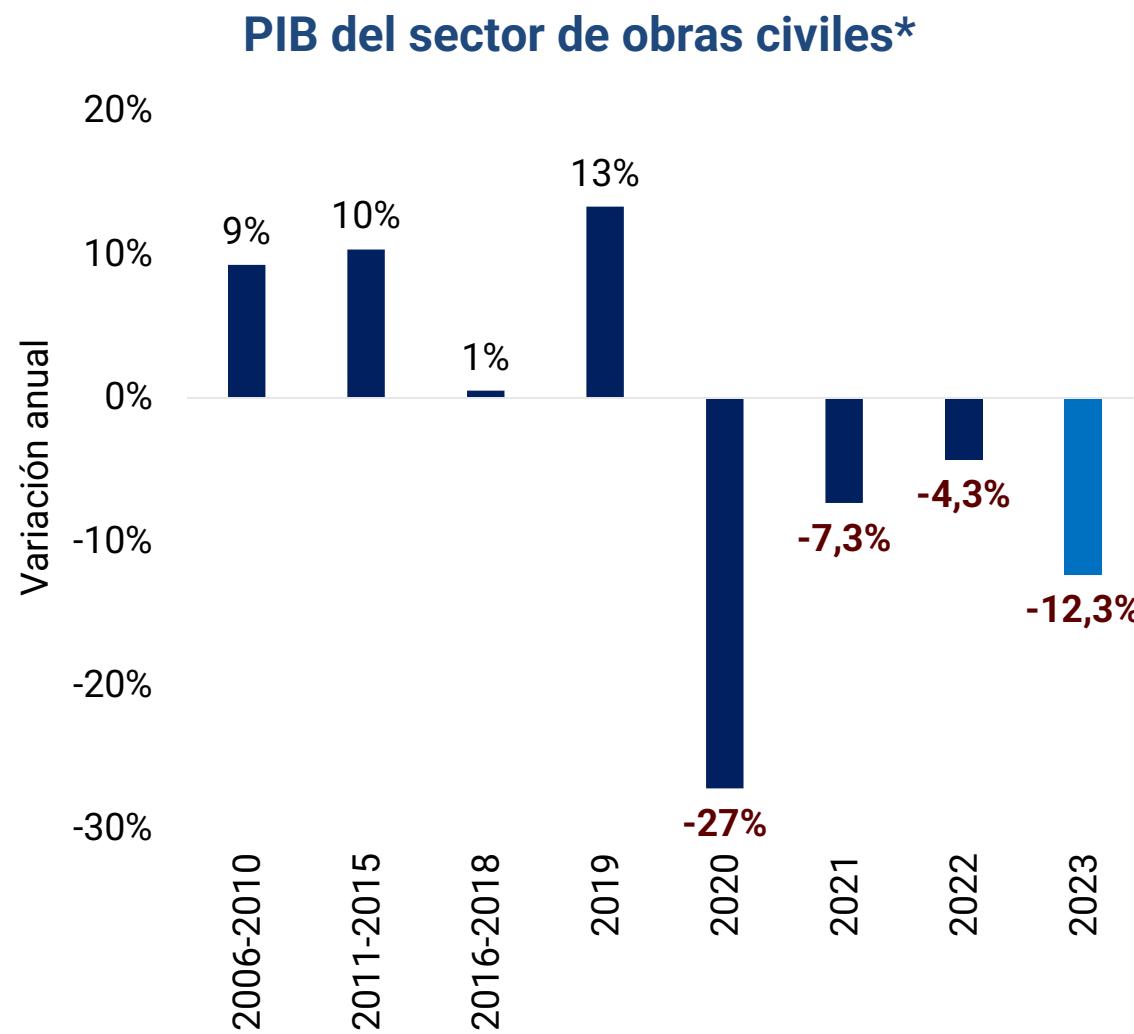
El sector constructor cerró 2023 en terreno contractivo, siendo el segmento de obras civiles el más rezagado de la economía colombiana



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana

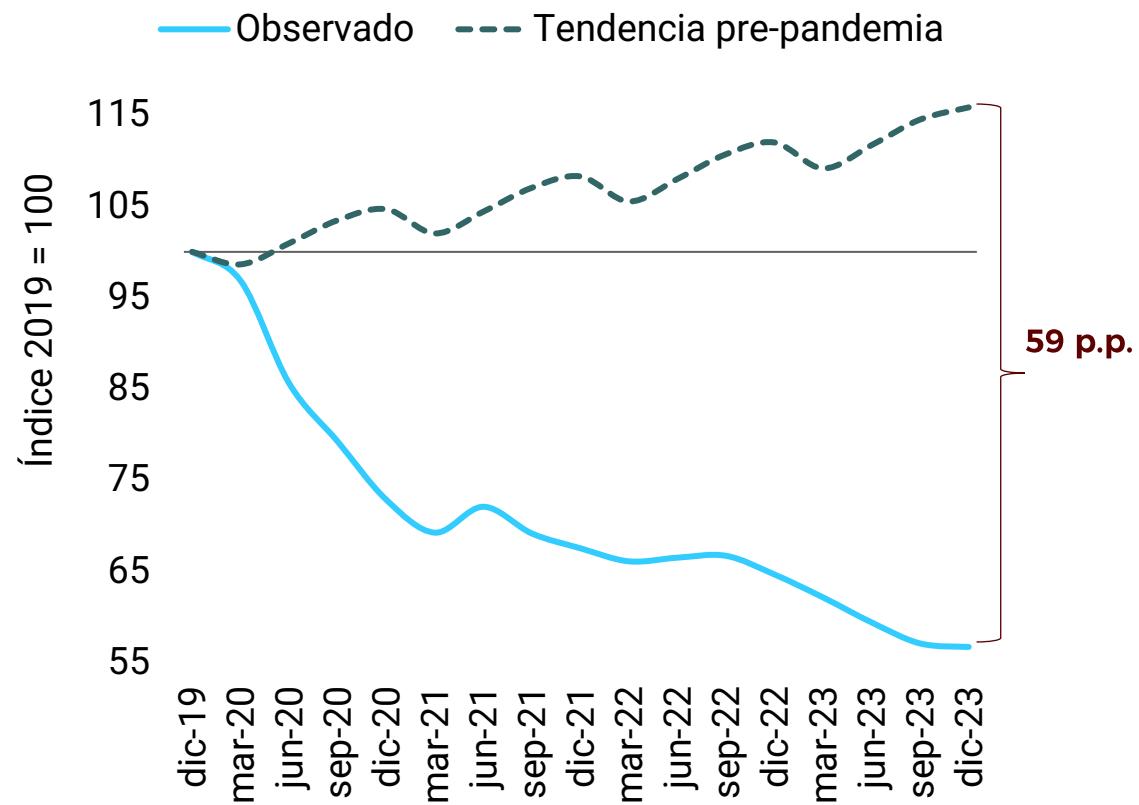


El PIB del sector completa cuatro años en contracción, ampliando la brecha frente a los niveles de 2019

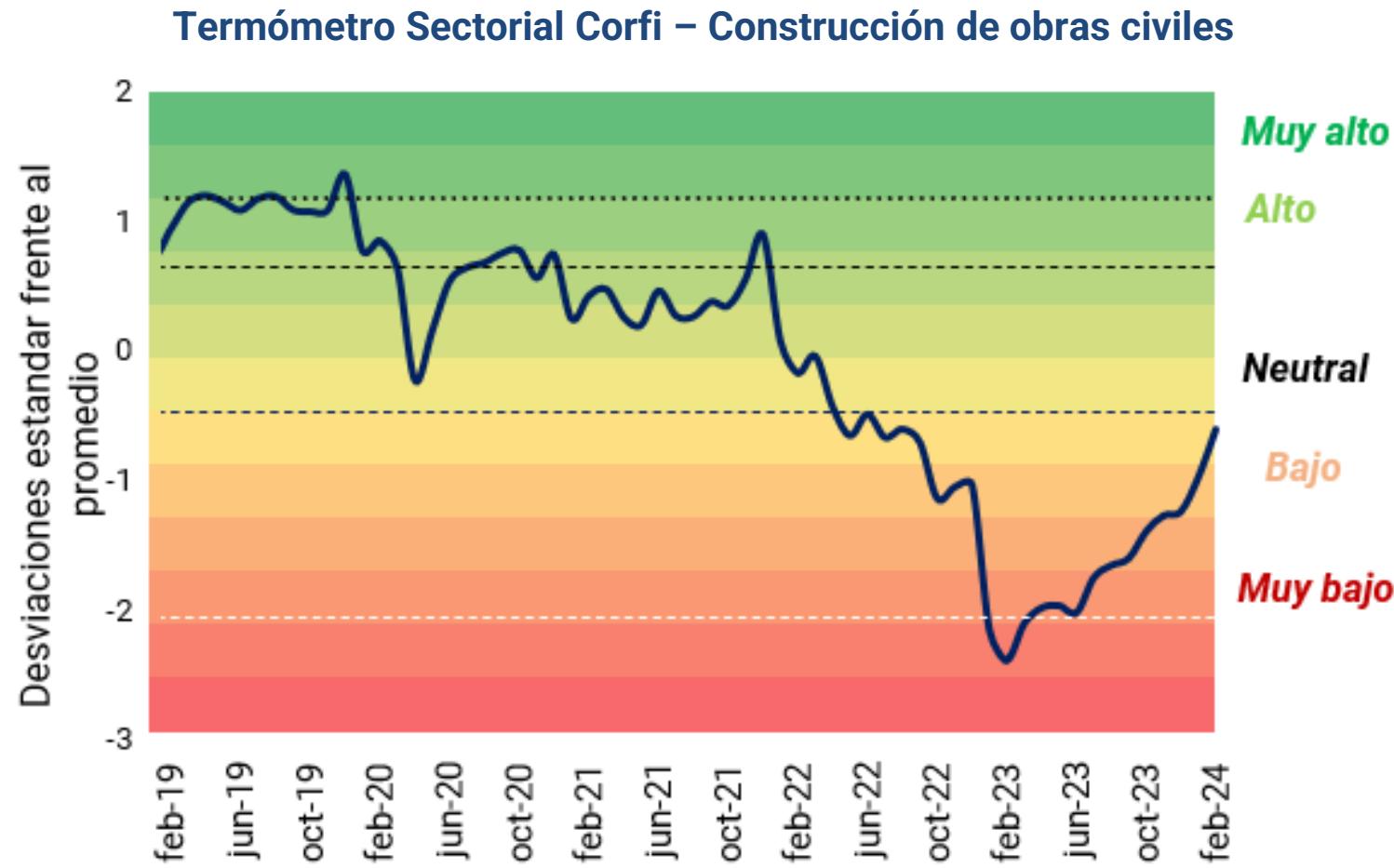


Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana. *Precios constantes..
**Se calculó la tendencia pre-pandemia con datos entre 2005-2019

PIB año móvil observado vs tendencia pre-pandemia**



Nuestro termómetro sectorial refleja la profundización de la crisis del sector, desde niveles muy altos en 2019, pero una moderación reciente, en línea con nuestras perspectivas de crecimiento de 2024



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

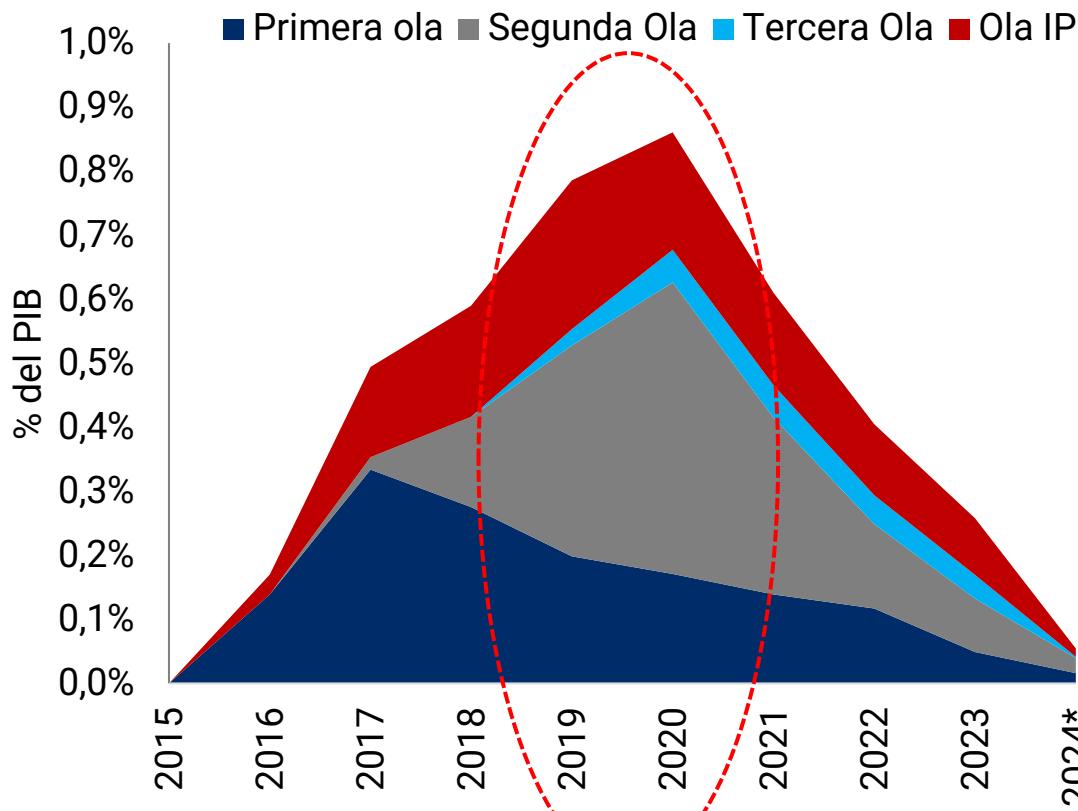
Variables utilizadas_ Producción de concreto pre mezclado para obras civiles, costos de construcción de carreteras ejecución 4G y ejecución Invias

**¿Qué explica este mal
desempeño?**



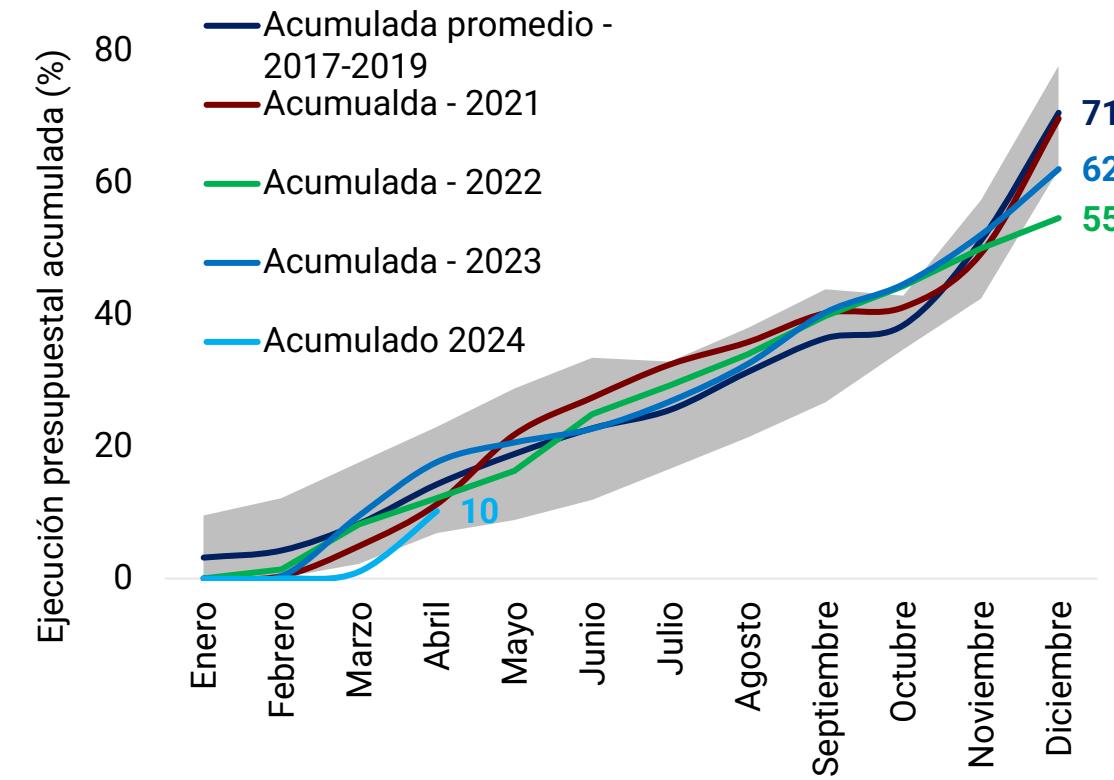
Restricciones fiscales, maduración y baja ejecución. Las concesiones 4G completan un avance promedio de 78% y previsiblemente su ejecución se ha desacelerado. A la vez, la ejecución del Invias se ha reducido

Ejecución en CAPEX de los proyectos 4G



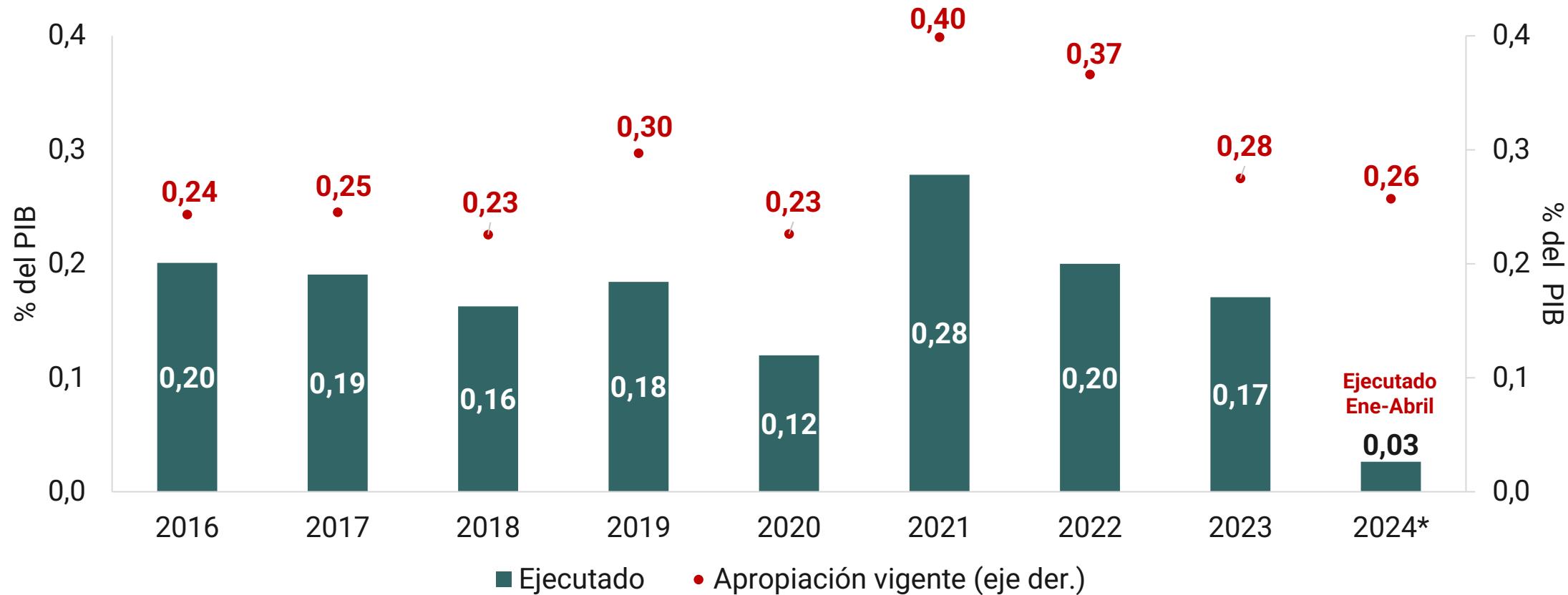
Fuente: ANI, GPI (Mintransporte), Portal de Transparencia Económica, Invias. Cálculos Corficolombiana. *Con corte a marzo.

Ejecución presupuestal del Invias en inversión



Desde los niveles de inversión de 2021, el Invias ha tenido una **tendencia decreciente en sus recursos asignados y ejecutados**, en contravía de lo que se hubiese esperado que pasara para compensar la finalización de los proyectos 4G

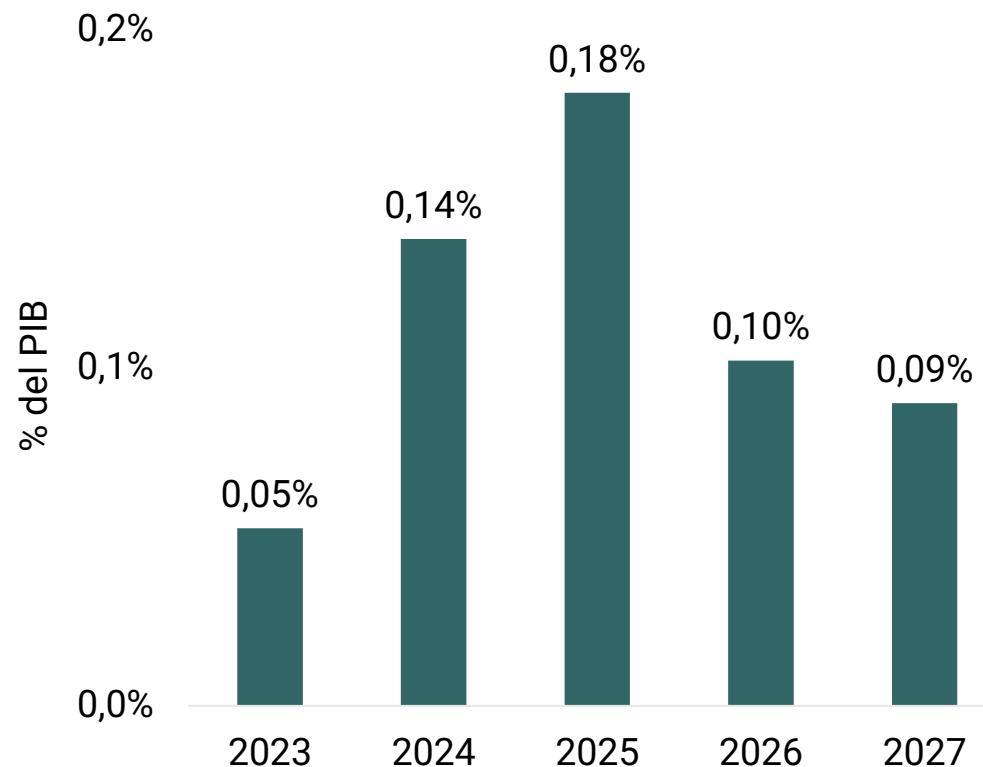
Presupuesto de inversión del Invias como % del PIB – Asignado y ejecutado



Fuente: MinHacienda. Cálculos Corficolombiana.

La apuesta por las vías terciarias: El Gobierno nacional se ha propuesto la intervención de 33 mil km de vías terciarias, de los cuales 4,6 mil se planean intervenir en 2024. Sin embargo, la ejecución en 2023 fue baja

Plan del Gobierno en vías terciarias



Ejecución del Gobierno en inversión en vías terciarias 2023 por planes (ene 2023 – dic 2023)

Planes	Presupuestado (billones de pesos)	Ejecución (billones)	% de ejecución
Caminos comunitarios	0,40	0,14	39%
Otros	0,20	0,14	70%
Corredores rurales	0,85	0,70	84%
Total	1,45	0,98	68%

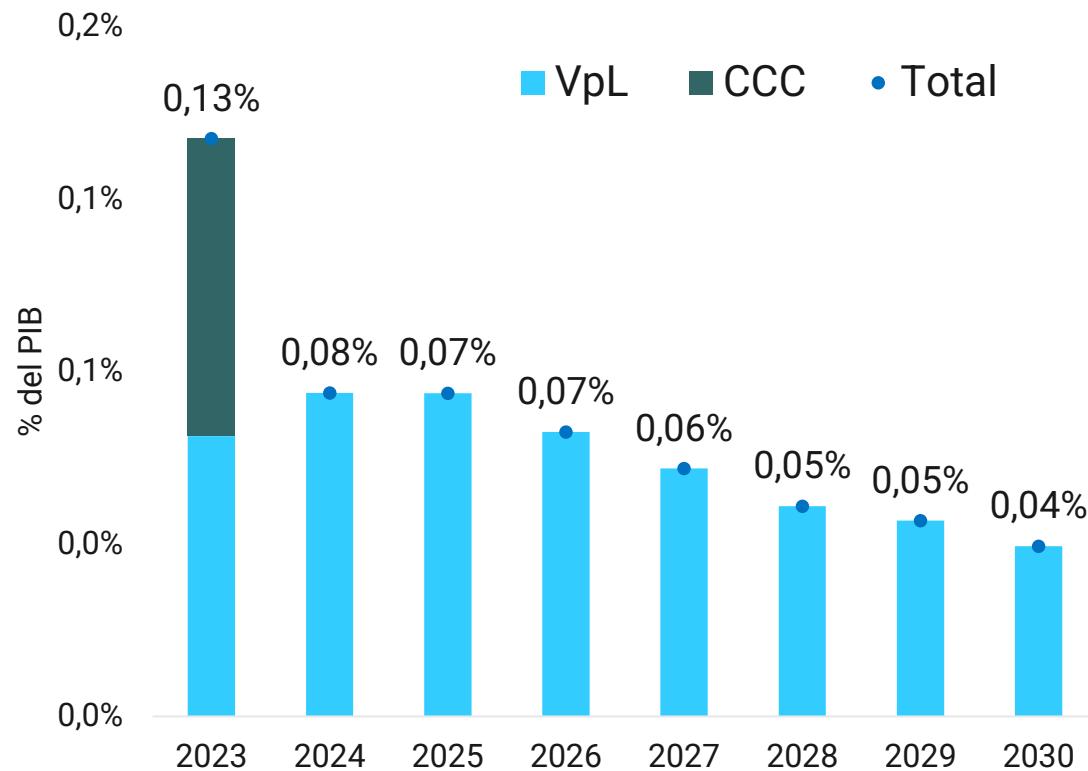
Fuente: DNP. Elaboración: Corficolombiana. *Total recursos presupuestados por ejecutar. Con la información disponible no es posible discriminar entre CAPEX y OPEX

Se planea intervenir un tercio del total de la longitud de vías terciarias en el país

Nota: El tamaño total del plan son 8 billones de pesos

Aunque el plan de obra pública del Gobierno pasado contenía 50 proyectos, su alcance es limitado porque el monto de recursos presupuestado es bajo para el horizonte de tiempo y depende de una ejecución efectiva

Distribución de recursos Compromiso por Colombia: Legalidad y reactivación 2.0 + Concluir, concluir y concluir

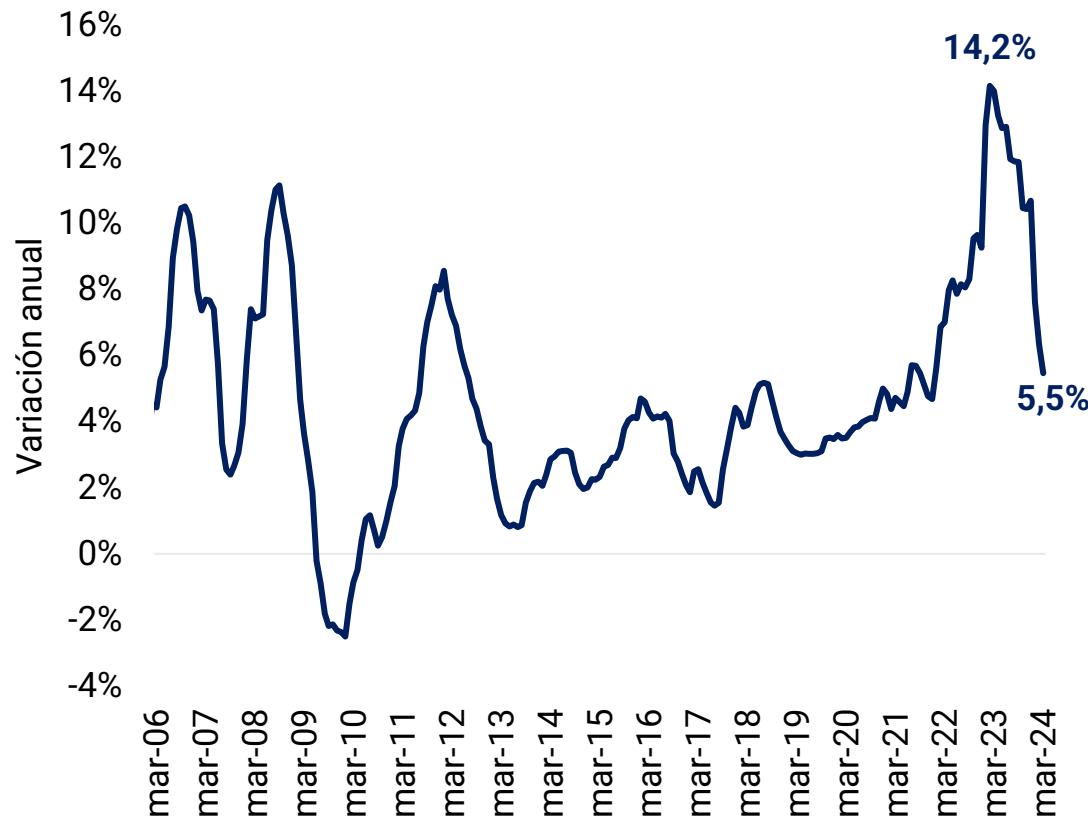


- El plan Compromiso por Colombia contiene dos programas: *Concluir, concluir y concluir* (CCC) y *Vías para la Legalidad* (VpL).
- En total los dos programas contemplan la ejecución de 50 proyectos, cuyo monto asciende a 11,4 billones de pesos (1,0% del PIB de 2022).
- *Concluir, concluir y concluir* (2021-2022):
 - 28 proyectos con un monto total estimado de 2,2 billones de pesos (0,2% del PIB de 2022).
- *Vías para la Legalidad* (2021-2030):
 - 22 obras con una inversión proyectada de 9,2 billones de pesos (0,8% del PIB de 2020).
- Pese a la cantidad de proyectos y el monto total presupuestado, el horizonte de ejecución es muy amplio.

Fuente: DNP (Conpes 4010). Elaboración: Corficolombiana. *Total recursos presupuestados por ejecutar. Con la información disponible no es posible discriminar entre CAPEX y OPEX

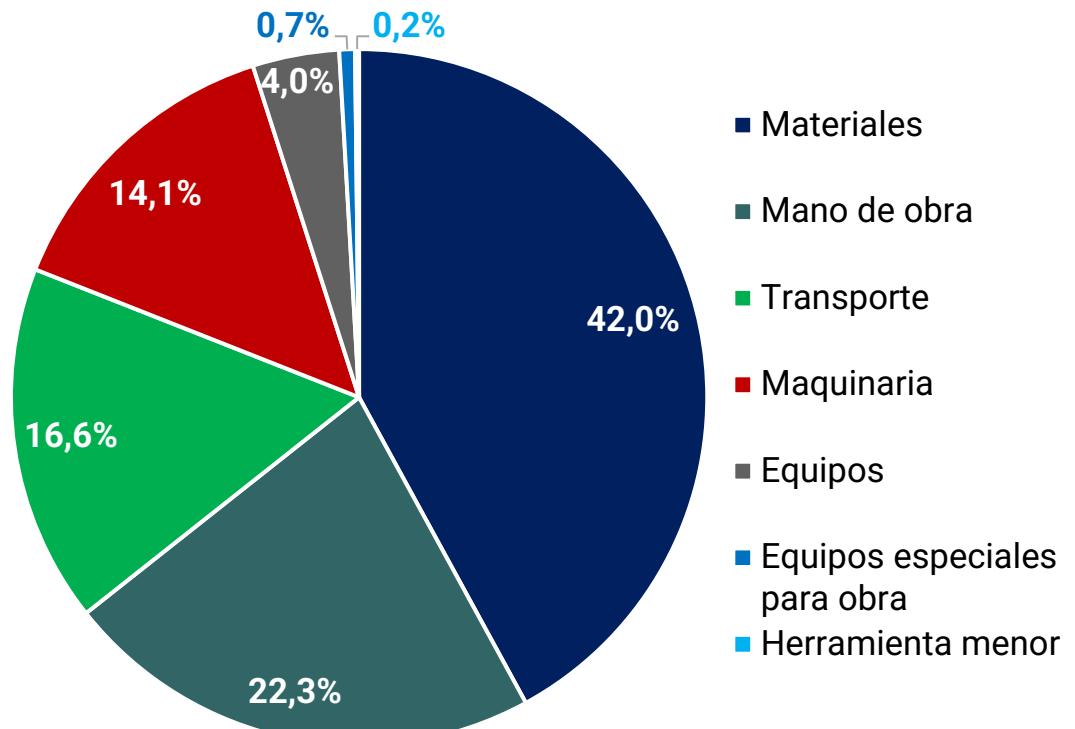
El choque de costos en 2022 y 2023 fue sustancial: el 70% del aumento de los costos se explicó por los altos precios de los materiales (acero, asfalto, concreto y cemento) pero se ha revertido aceleradamente este año

Índice de costos de la construcción de obras viales

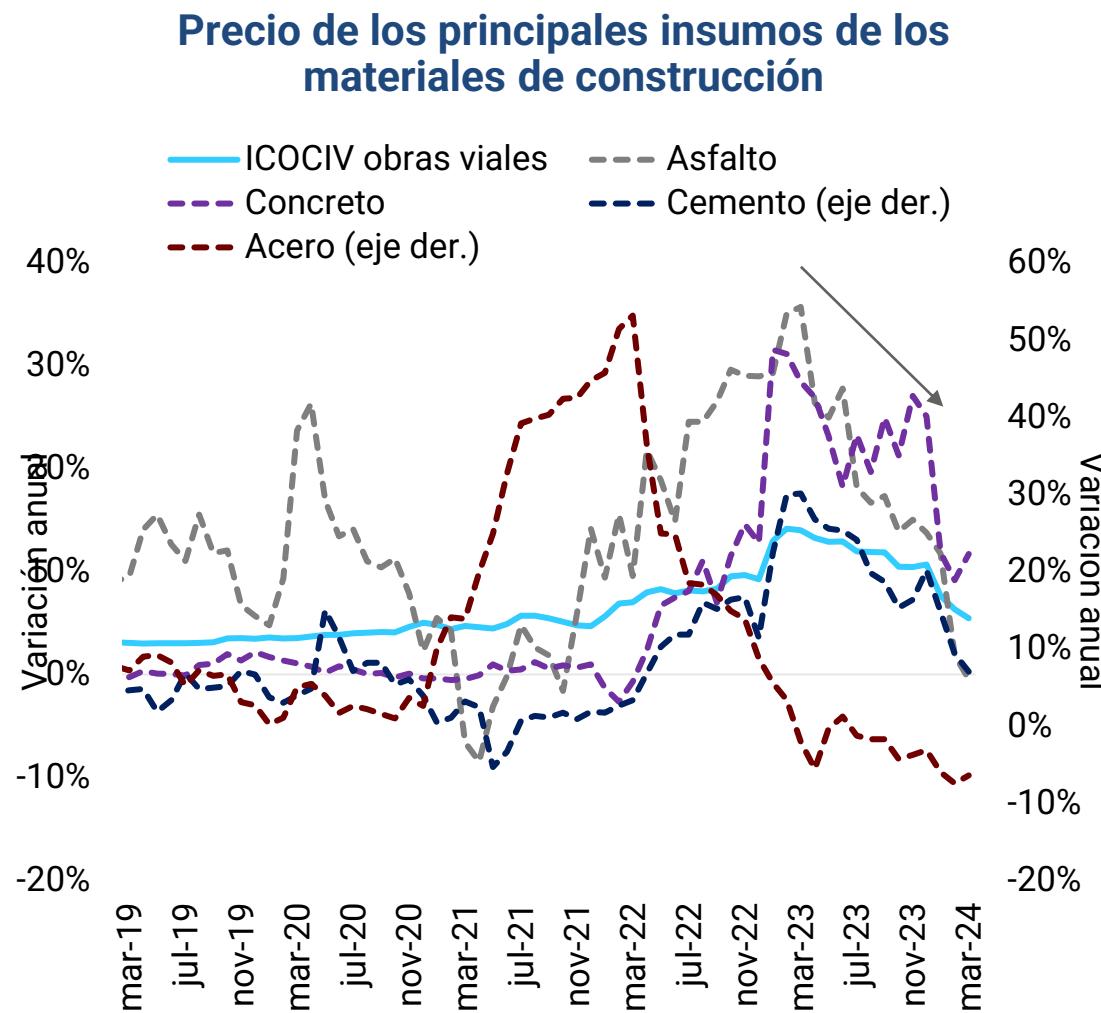


Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana

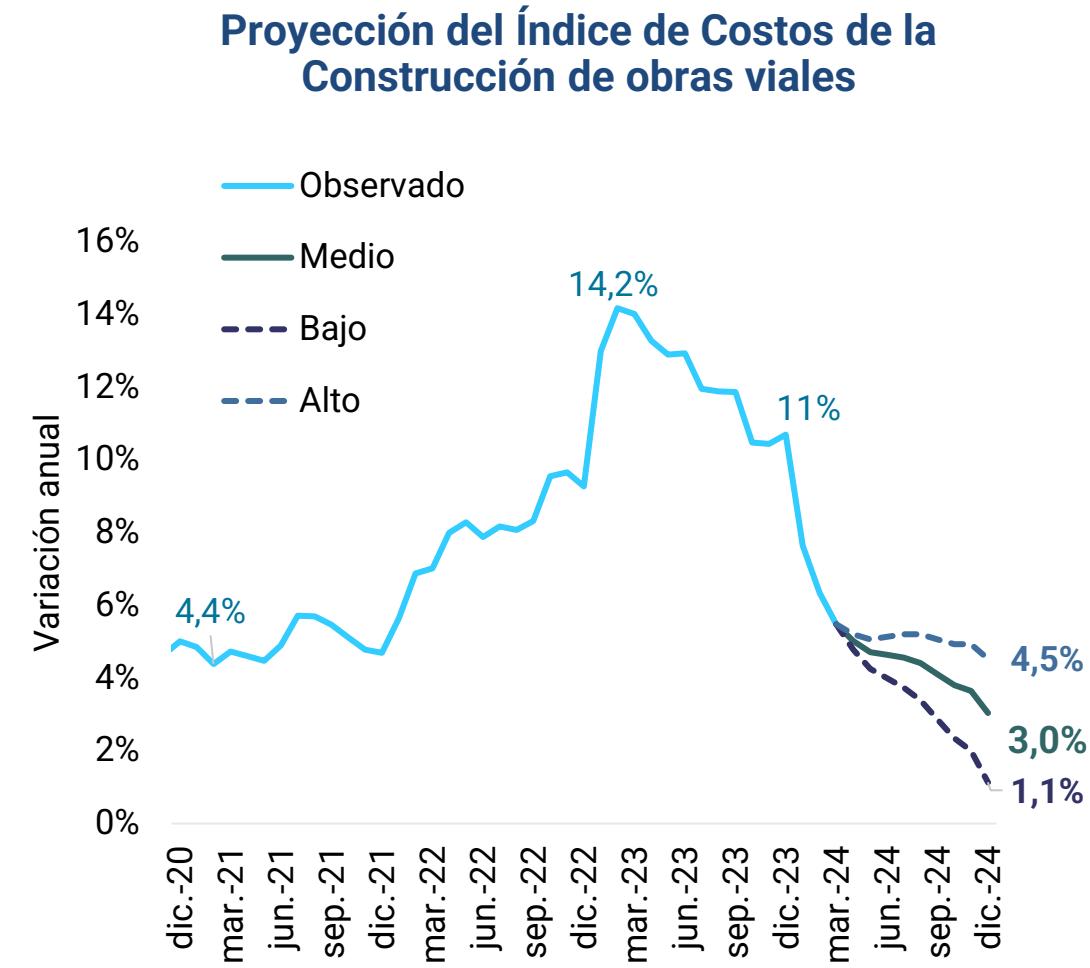
Participación de principales grupos de obra en la variación anual promedio de los costos de las obras viales (mar-24)



Dados los precios internacionales y perspectivas de las materias primas, estimamos que los costos de las obras viales cierren 2024 con una variación anual de 3,0%



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana.

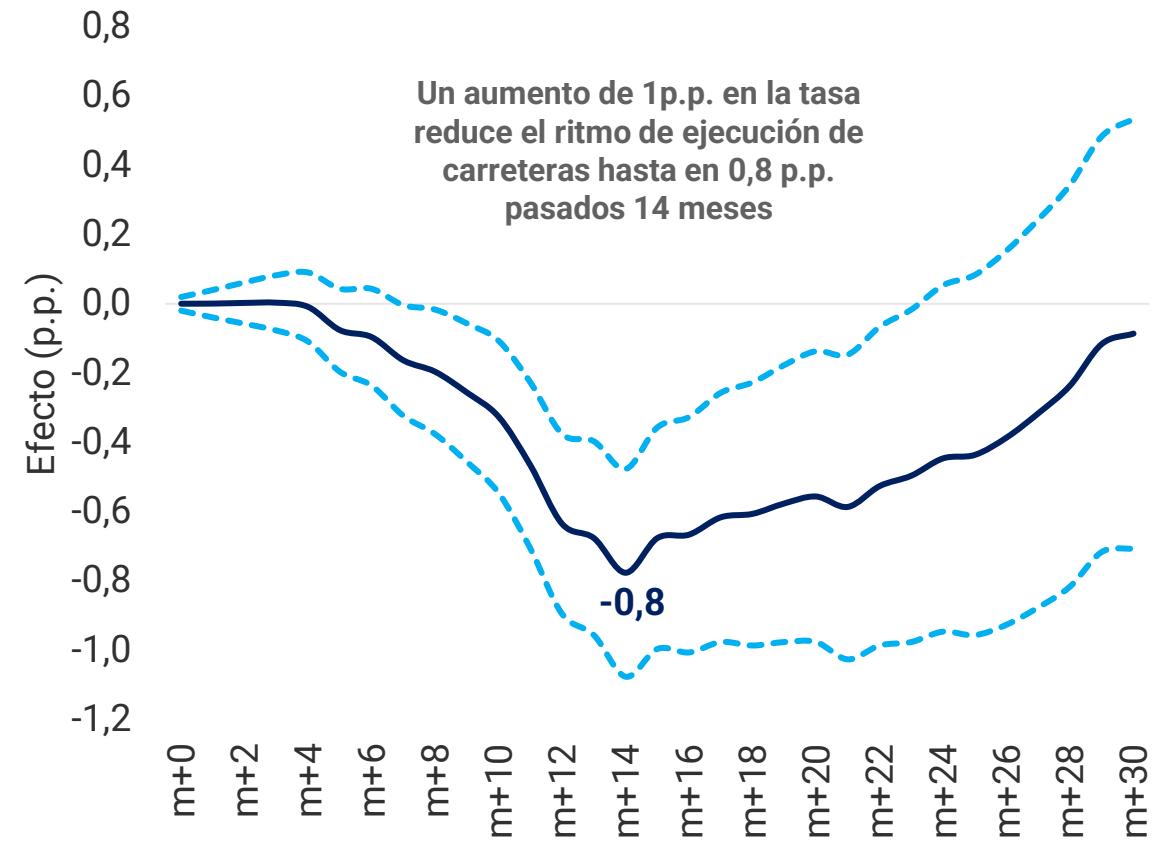


Altos costos de financiación: La construcción de obras civiles es altamente vulnerable al incremento de tasas de interés, por su alto stock de endeudamiento y el flujo de recursos demandados para las obras en curso

Cartera como % del PIB por sectores

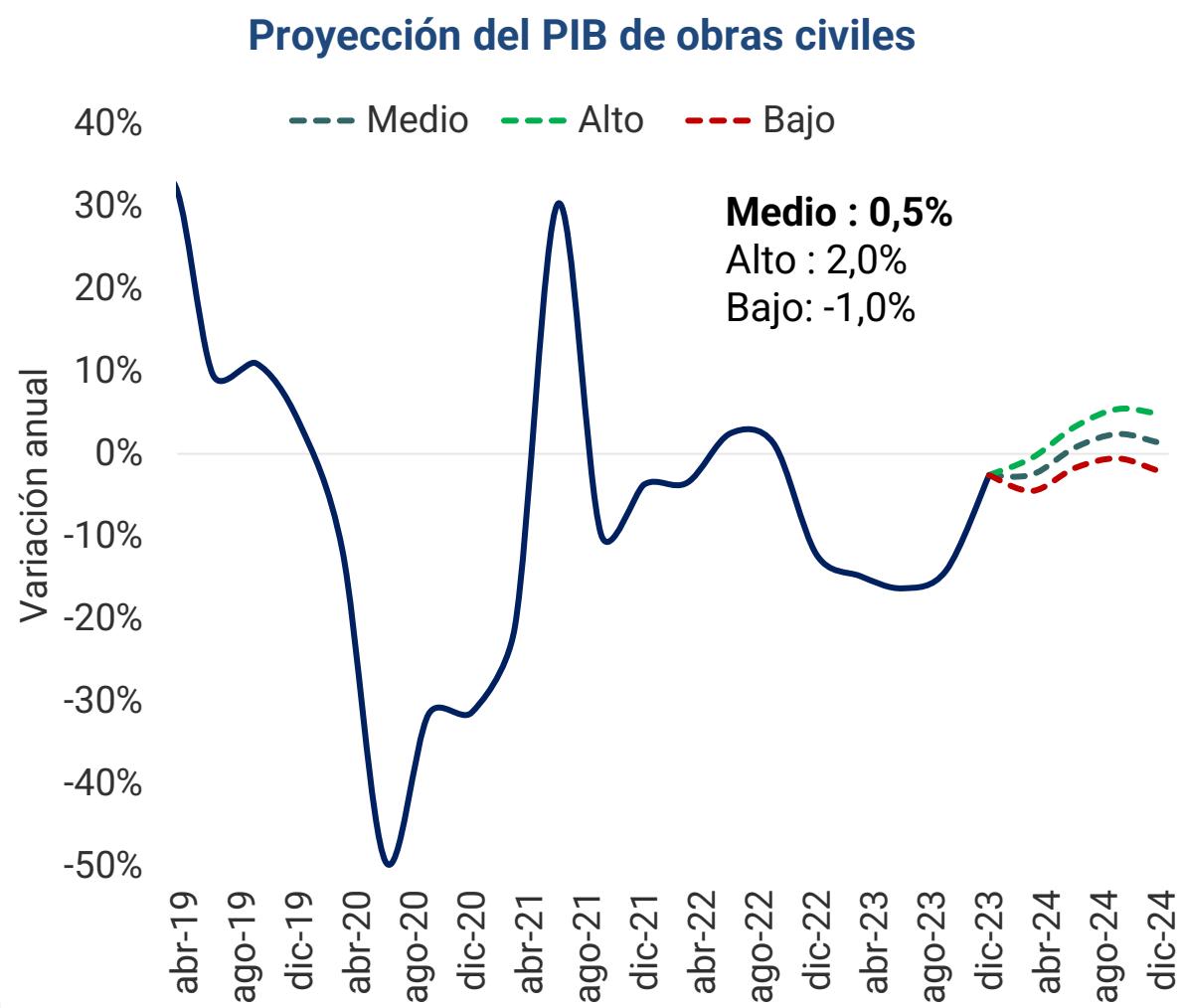


Efecto de un choque de mayores tasas sobre la ejecución de obras civiles*



Fuente: DANE. Cálculos Corficolombiana. *En el gráfico se muestra la función impulso respuesta acumulada del efecto que tiene un aumento de 1 p.p. en la tasa de interés de crédito comercial sobre el crecimiento anual de la ejecución de obras civiles

Prevemos una leve recuperación en 2024 (0,5%) después de la fuerte contracción de 2023 (-12,3%)

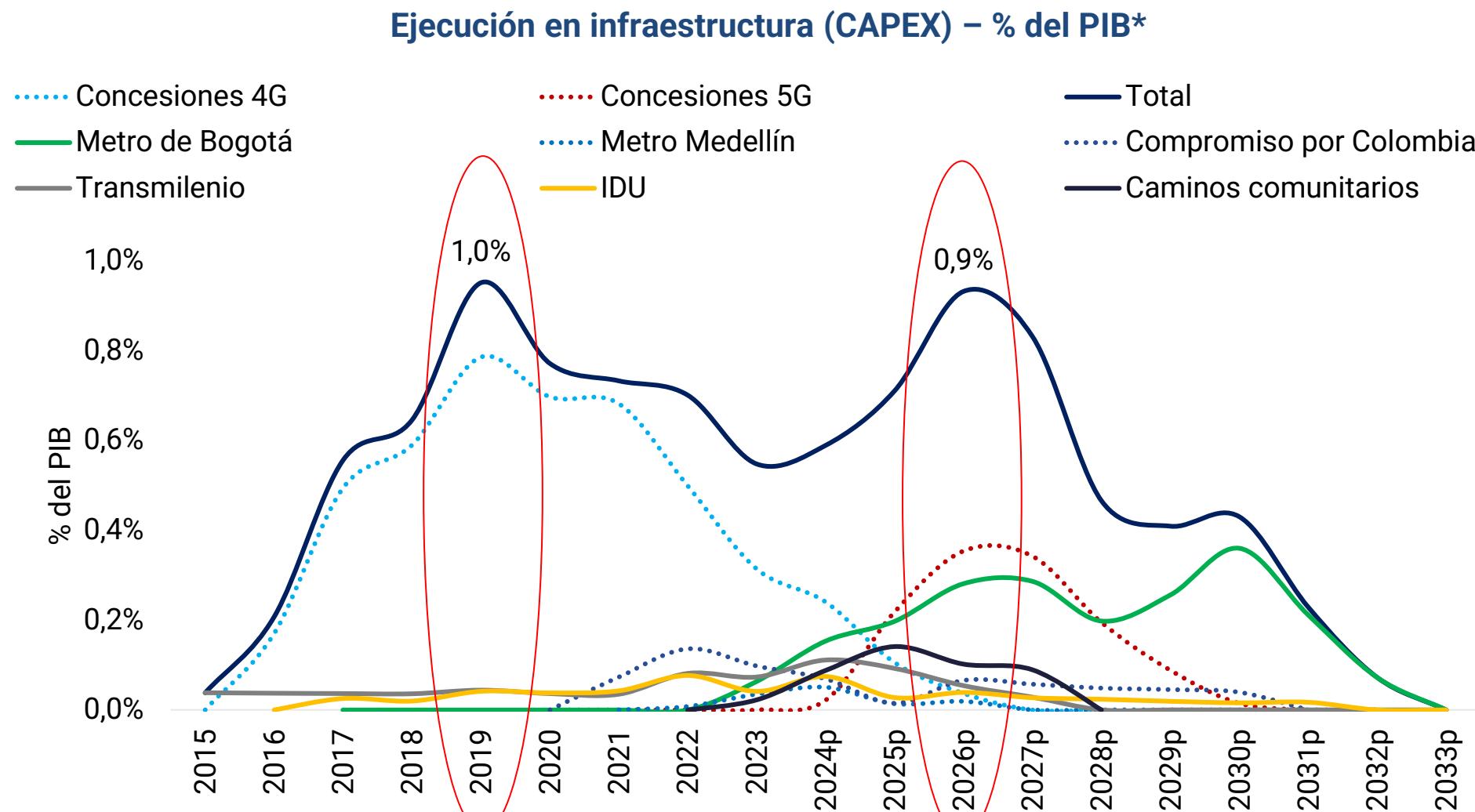


- En 2024 esperamos una leve recuperación dada por:
 - El **inicio** de la construcción de cinco obras carreteras y un proyecto fluvial de las concesiones **5G** (CAPEX de 0,9 billones de pesos).
 - Ejecución prevista **de vías terciarias** por parte del Gobierno Nacional (2,0 billones de pesos).
 - El CAPEX previsto por ejecutar en 2024 de la **Primera Línea del Metro de Bogotá** (1,6 billones de pesos) y del **Metro de Medellín** (0,5 billones de pesos).
 - Además, la incertidumbre en el entorno institucional del sector perjudica la confianza y expectativas de reactivación.
- Riesgos:** Incumplimiento del cronograma de ejecución de los proyectos, mayor presión de costos y tasas más elevadas de lo anticipado.

**¿Y qué esperar del
mediano plazo?**



Los cronogramas de los proyectos programados permitirían una recuperación del sector en 2025-2026. Sin embargo, **no están garantizados**, se necesita movilizar inversión privada y pública para materializarlos



Fuente: DNP, ANI, GPI (Mintransporte), Metro de Bogotá. Cálculos: Corficolombiana. *Metro de Bogotá incluye primera y segunda línea

Los grandes proyectos de infraestructura del país enfrentan una mayor incertidumbre

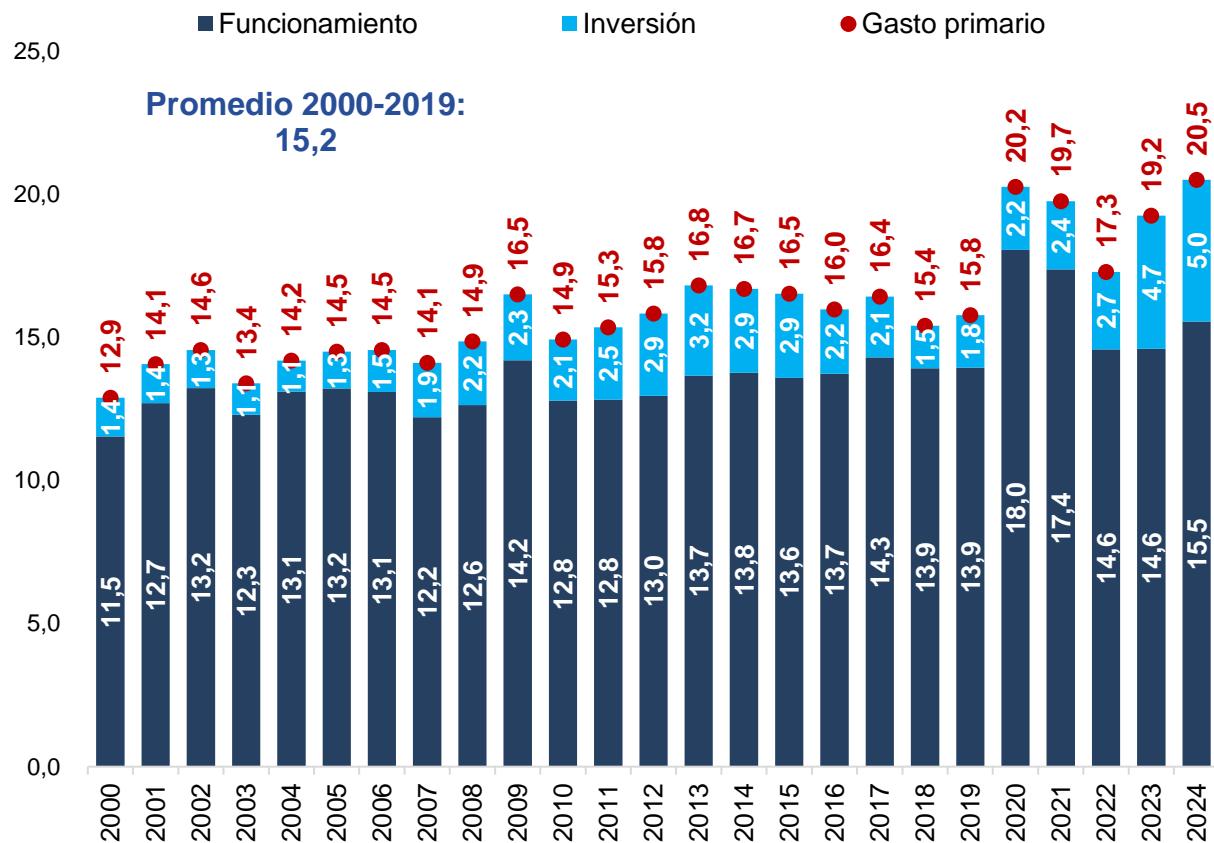
Pese a la sólida construcción de la institucionalidad del esquema APP en el sector, consolidada en la última década, **los acontecimientos recientes**, respecto al interés del gobierno de cambiar las reglas de juego, han elevado la percepción de riesgo en la financiación de proyectos respaldados con VF.

- Los impedimentos para el incremento anual de los peajes, según lo pactado contractualmente, han supuesto un déficit de recursos en la financiación de las obras APP, afectando mayoritariamente las Iniciativas Privadas (IP).
- La emisión del Decreto de Yerros corrigió irregularidades del Decreto de Liquidación del PGN, pero generó traumatismos en el sector e incertidumbre durante los primeros dos meses del año.
- **Se propuso un Decreto** que incluía una nueva fase del proceso presupuestal, en la que el presidente daba su “**conformidad** para las autorizaciones de **vigencias futuras**”, reprogramación o traslados presupuestales, tras el visto bueno del DNP. Finalmente se estableció que solo requiere informar.
 - **Revela un continuado interés del ejecutivo de cambiar las reglas de juego de las VF.**

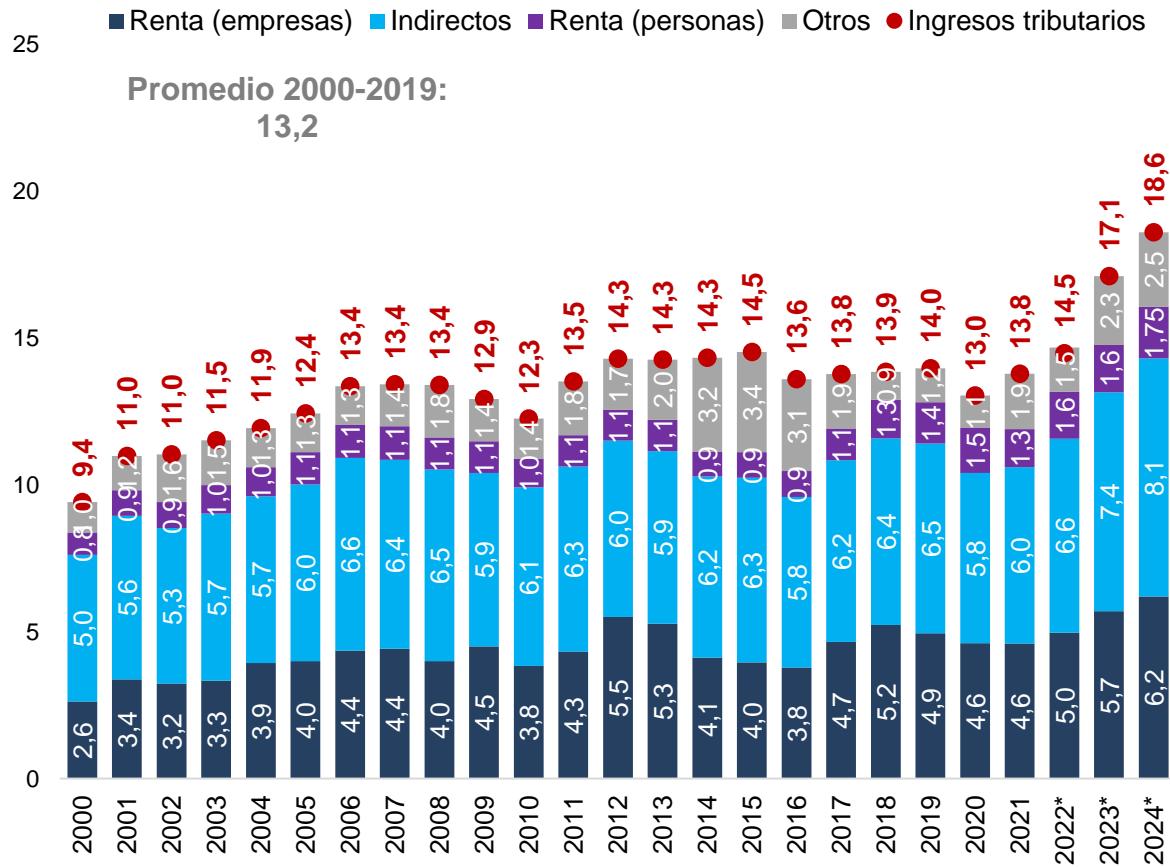
La importancia del escenario fiscal

En los últimos años, el gasto público primario y los ingresos han alcanzado niveles récord

Gasto primario (GNC) (%)



Ingresos tributarios (GNC) (%)

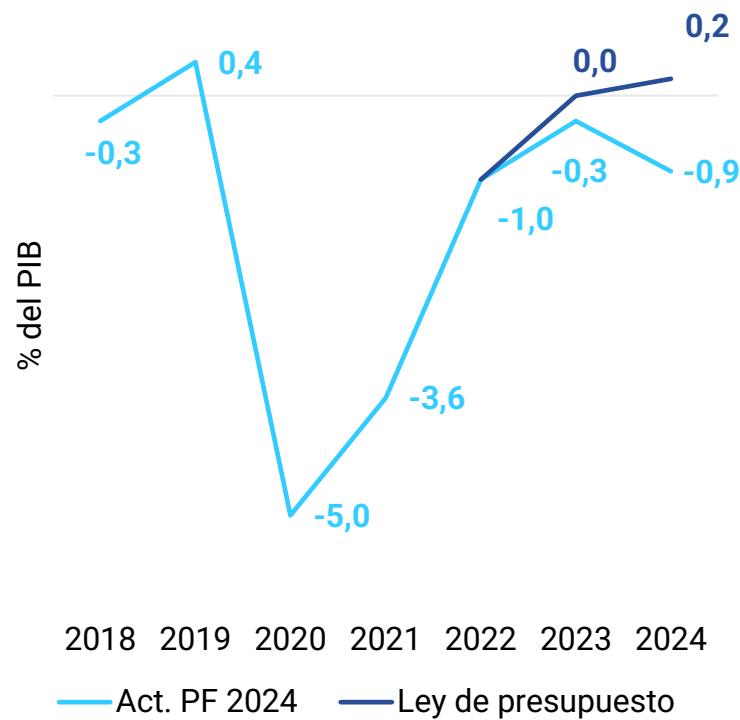


Fuente: Elaboración Corficolombiana datos del Ministerio de Hacienda, CEPAL y OCDE.

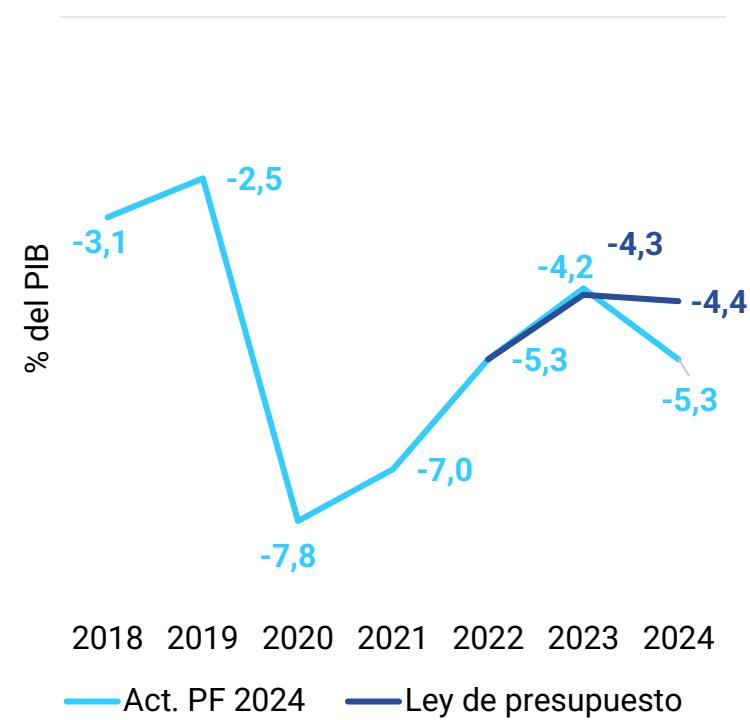
La importancia del escenario fiscal

El déficit y la deuda del GNC aumentarán en 2024. El recorte al presupuesto de gasto de 0,8% del PIB no compensa la caída de 2,7% del PIB en sus ingresos

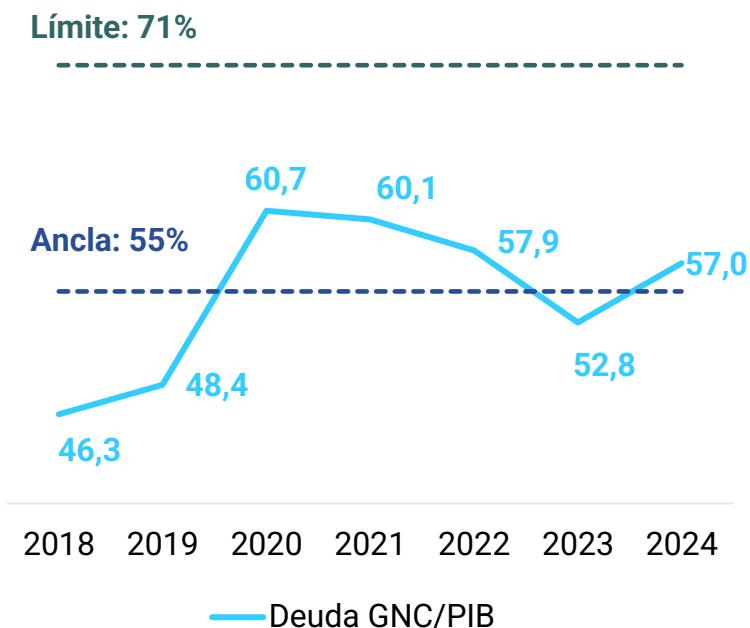
Déficit primario, % del PIB



Déficit total, % del PIB



Deuda neta del GNC, % del PIB

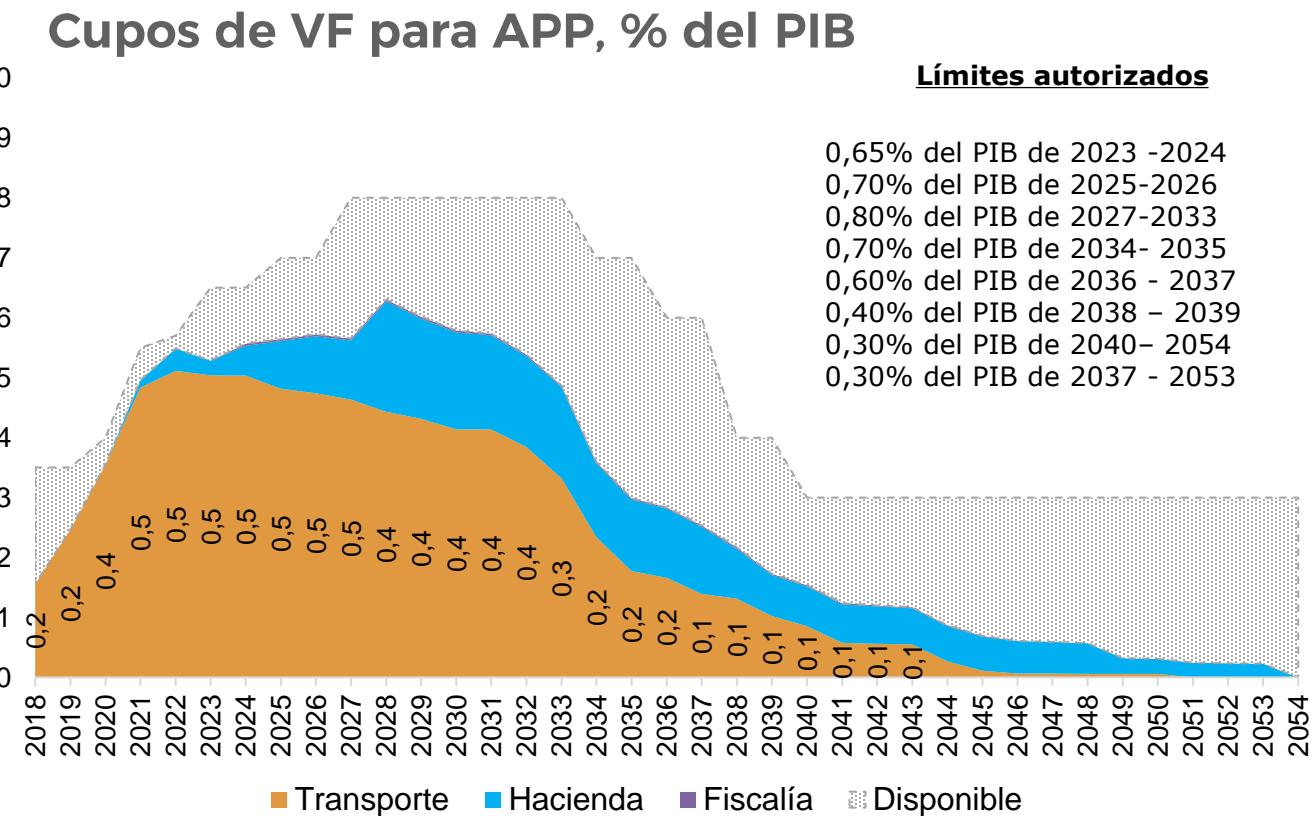


Fuente: Elaboración Corficolombiana datos del Ministerio de Hacienda, CEPAL y OCDE.

Vigencias Futuras y sostenibilidad fiscal

- Con corte a mayo de 2023, el país contaba con un total de \$185,7bn de pesos constantes de 2023 autorizados en VF para el periodo 2024-2056. De las cuales el 45,7% eran VF excepcionales, 38,1% para APP y el 16,3% VF ordinarias.
- **El 96,2% de las VF autorizadas corresponden a gastos de inversión (\$178,7bn). De ello, el 83% se encuentra asignado al sector transporte (\$148.2bn), 47% a proyectos APP y el 40,7% al Metro de Bogotá.**

- **Cada año**, el CONPES, previo concepto del CONFIS, define la **cuantía máxima anual** por la cual se podrán otorgar autorizaciones para comprometer VF para APP, en los siguientes 30 años:
 - El CONFIS define un escenario de consistencia fiscal asociado a cada proyecto.
 - Las VF de APP se presupuestan como gastos de inversión.



Fuente: SIIF NACIÓN – MFMP 2023 – Datos con corte mayo de 2023.

Compromisos de inversión con VF por sector (2024-2053)

VF autorizadas para inversión por sector, \$mm constantes de 2023

(El 96,2% de las VF autorizadas 2024-2053 son de inversión)

Sector	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030-2053	Total	%
Transporte	8.883	9.730	9.344	9.391	10.534	10.004	90.349	148.235	83,0
Transporte - Proyectos APP	4.283	5.041	4.835	4.925	4.891	4.928	40.752	69.655	
Transporte - Metro Bogotá	799	1.318	1.637	1.748	3.378	3.164	48.272	60.316	
Transporte - Resto	3.801	3.371	2.872	2.718	2.265	1.912	1.325	18.263	
Defensa y Policía	1.336	1.255	1.022	902	902	902	2.707	9.028	5,1
Vivienda, ciudad y territorio	2.766	2.525	1.261	1.003	595	301	75	8.527	4,8
Hacienda	793	826	788	181	174	168	0	2.929	1,6
TIC	441	396	366	382	399	416	276	2.675	1,5
Educación	1.128	631	346	50	0	0	0	2.154	1,2
Fiscalía	123	113	48	48	48	48	763	1.190	0,7
Presidencia de la República	617	293	184	0	0	0	0	1.093	0,6
Otros	1.531	699	366	265	0	0	0	2.860	1,6
Total general	17.616	16.467	13.725	12.221	12.652	11.839	94.170	178.690	100
Participación relativa al total autorizado hasta 205	9,9	9,2	7,7	6,8	7,1	6,6	52,7	100,0	0,0
% PIB 2023	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	5,9	11,1	0,0

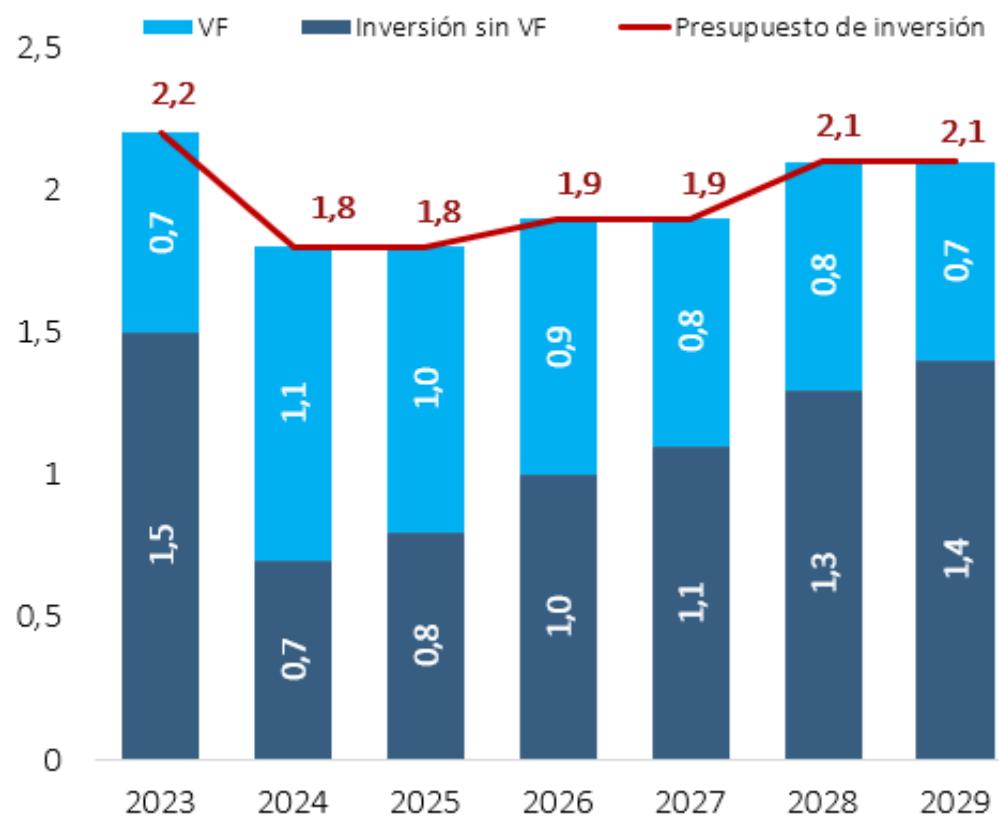
Fuente: SIIF NACIÓN – MFMP 2023 – Datos con corte mayo de 2023.

Vigencias Futuras y sostenibilidad fiscal

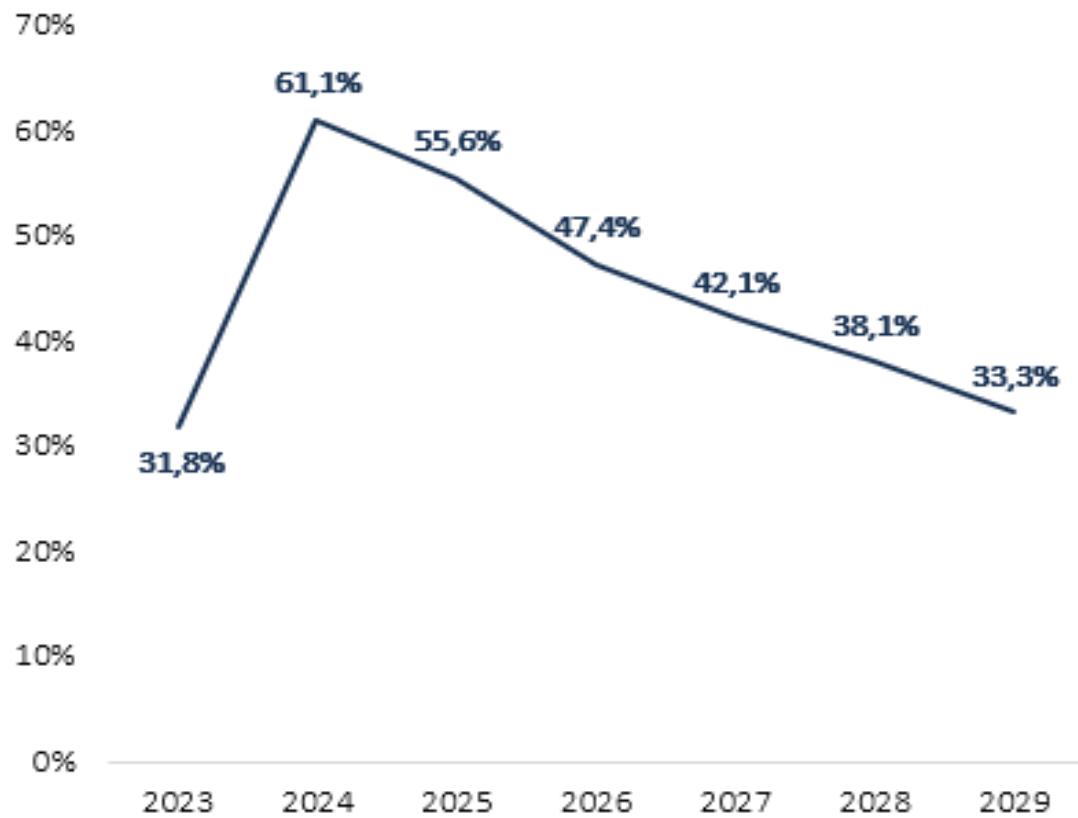
- Las VF futuras autorizadas en años anteriores con vencimiento en el año corriente deben ser incorporadas en el PGN, por cuanto corresponden al pago de un compromiso perfeccionado.
- En ausencia de una renegociación de los contratos, el **no pago de las Vigencias Futuras supone un incumplimiento contractual**, cuyas consecuencias económicas corresponden a las cláusulas moratorias incorporadas en los contratos. Además, los funcionarios públicos se exponen a sanciones.
- **El PGN no cuenta con una priorización explícita del tipo “cascada de pagos”, pero sí contiene rubros considerados inflexibles**, que limitan el margen de maniobra del gobierno para incorporar nuevos gastos:
 - Como el servicio de la deuda, nóminas y pensiones, SGP, pago de litigios y fallos en contra de la Nación, gastos establecidos por leyes, así como de compromisos pactados contractualmente son una prioridad en la ejecución de PGN. A su vez, la Corte Constitucional protege el Gasto Público Social.
 - Así, **gran parte del espacio fiscal para incorporar cambios a los escenarios fiscales del año en curso se circumscribe a la capacidad de reducir el gasto en inversión (flexible)**, es decir el que es **distinto a los compromisos de VF**.

El cupo para vigencias futuras representó el 61% del presupuesto de inversión del Gobierno Nacional Central en 2024, lo cual limita el margen de maniobra

Presupuesto de inversión del Gobierno Nacional Central (% del PIB)



Participación del cupo en vigencias futuras en el presupuesto de inversión del GNC (%)



*Ministerio de Hacienda. Cálculos Corficolombiana

Mensajes centrales

- La inversión en infraestructura se ha visto limitada por las restricciones fiscales. Las APPs han impulsado inversión récord en infraestructura de transporte en Colombia, permitiendo la construcción de cerca de 10.000 KM de vías primarias que de otra manera no habrían sido posible.

El sector infraestructura ha presentado un desempeño negativo explicado por:

1. La maduración de los proyectos 4G- restricciones presupuestales
 2. Baja ejecución de obra pública (INVIAS)
 3. Altos costos de construcción y de financiación
- Los proyectos en curso y por asignar, en especial 5G, dependen de su viabilidad financiera y la capacidad para del país movilizar grandes inversiones. No están garantizados.
 - La incertidumbre va en detrimento de la estabilidad del modelo de APP y de los resultados de reactivación.
 - La sostenibilidad del modelo de financiación con VF está en riesgo por la limitada capacidad fiscal del país. Para 2024, 60% de la inversión proviene de VF, concentrada principalmente en infraestructura
 - Aunque las VF son un mecanismo jurídicamente sólido, la inflexibilidad presupuestal del país ha precipitado la búsqueda de mecanismos de escape a compromisos preestablecidos.
 - Es necesario buscar nuevas fuentes de financiación como la valorización o las obras por impuestos o regalías.

Perspectivas de mediano plazo de la infraestructura y sostenibilidad fiscal del modelo APP



ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa"). Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores. La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente. La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

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

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción. Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

CERTIFICACIÓN DEL ANALISTA

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

INFORMACIÓN DE INTERÉS

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

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

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana. Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio. ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

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