

Informe de Seguimiento al Sistema Financiero – Junio 17 de 2024

¿Más inversiones forzosas en el sistema financiero?

Editor:

César Pabón Camacho

Director Ejecutivo
Investigaciones Económicas
cesar.pabon@corfi.com

Autor:

Andrés Duarte Pérez

Gerente de Análisis
Financiero
andres.duarte@corfi.com

- El Gobierno Nacional ha anunciado inversiones forzosas en el sistema financiero para otorgar créditos a las industrias, la agricultura y el turismo. Aunque es necesario aumentar el crédito productivo, esta medida podría distorsionar el mercado financiero y aumentar su riesgo, incrementando así el costo del financiamiento.
- Las inversiones forzosas no son nuevas en el país. Históricamente, se han implementado y desmontado debido a sus efectos distorsionadores en el mercado financiero.
- Actualmente, la única inversión forzosa para los Establecimientos de Crédito (EC) en Colombia son los Títulos de Desarrollo Agropecuario (TDAs). Los TDAs, creados por la Ley 16 de 1990 y emitidos por FINAGRO, están indexados a la DTF o la IBR menos un margen, con un plazo de un año. Los EC deben destinar el 1% de sus inversiones a TDAs.
- El aumento en los requerimientos de inversión en TDAs se correlaciona positivamente con el crecimiento del saldo de la cartera de créditos del sector agropecuario. Sin este mecanismo, FINAGRO no habría podido soportar dicho crecimiento. Sin embargo, este crédito se ha concentrado en los grandes productores debido a la alta informalidad y al limitado acceso al financiamiento.
- Incrementar las inversiones forzosas reduce el margen de intermediación, disminuyendo las utilidades y el potencial de crecimiento de los EC, deteriorando su liquidez y afectando decisiones sobre colocación, inversión y financiamiento. Esto es preocupante en el contexto actual de ajuste de los EC. Un aumento en las inversiones forzosas podría reducir la participación relativa de la cartera de créditos, afectando especialmente segmentos sensibles como el crédito a la microempresa.
- Las inversiones forzosas representan deudas para las Sociedades Públicas Financieras (SPF), aumentando la deuda pública, aunque no la del Gobierno Nacional Central (GNC). Un uso excesivo de inversiones forzosas podría deteriorar la calidad crediticia y encarecer la deuda soberana y el costo del capital propio.
- Aumentar el crédito productivo es esencial para la reactivación económica, pero las inversiones forzosas no son la solución óptima para ello. Los anuncios de modernización e interoperabilidad de la Superintendencia son un paso en la dirección correcta. Mecanismos más efectivos incluyen el uso de garantías para créditos de mayor riesgo y fomentar la inclusión financiera para incrementar la profundización financiera del país.

Inversión forzosa: un camino recorrido

La intermediación financiera facilita la canalización de recursos de los ahorradores hacia quienes necesitan financiar inversiones. Sin embargo, enfrenta fallas de mercado debido a las asimetrías de información entre acreedores y deudores (Stiglitz, 2001)¹. Los deudores suelen tener mayor información, lo cual puede llevar a los intermediarios a restringir el crédito. Además, para los pequeños deudores, el alto costo de las transacciones individuales puede elevar considerablemente las tasas de interés de los préstamos.

¹ Stiglitz, Joseph E. (2001), "Information and the Change of Paradigm in Economics," Conferencia al recibir el Premio Nobel de Economía, disponible en: http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2001/stiglitz-lecture.pdf

Una medida para abordar estas fallas fue la implementación de la "inversión forzosa", que obligaba a los intermediarios a proporcionar ciertos tipos de crédito considerados insuficientes por las autoridades económicas. En Colombia, esta práctica ha sido recurrente a lo largo del último siglo (Ocampo, 2021)². Por ejemplo, la Ley 5ª de 1973 requería que los bancos destinaran entre el 15% y el 25% de sus recursos al sector agropecuario o adquirieran títulos emitidos por el Banco de la República. La literatura ha demostrado que estas inversiones forzosas redujeron considerablemente los recursos propios de los bancos disponibles para financiar el crédito ordinario, lo cual obstaculizó el crecimiento económico debido a una asignación ineficiente del crédito, dando origen al calificativo de "represión financiera" (Urrutia, Caballero y Lizarazo, 2006)³.

A partir de los años noventa, se decidió eliminar gradualmente estas inversiones, aunque se hicieron excepciones para el sector agropecuario y la vivienda de interés social. La obligación de destinar una parte mínima del crédito hipotecario a la vivienda de interés social fue eliminada en 2004 mediante la Ley 546 de 1999. El sector agropecuario fue el único que mantuvo la inversión forzosa, aunque con un subsidio reducido y tasas de inversión, redescuento y préstamo vinculadas al DTF.

Los Títulos de Desarrollo Agropecuario (TDAs) como referencia

Para fomentar el desarrollo rural y agropecuario en Colombia, FINAGRO canaliza sus recursos mediante líneas de redescuento a bancos de primer piso, tanto públicos como privados. La entidad se financia con aportes del sector público y con los ingresos generados por la emisión de los Títulos de Desarrollo Agropecuario (TDAs). Estos títulos están indexados a la DTF o la IBR menos un margen, tienen un plazo de un año y son emitidos "a la orden". Creados por la Ley 16 de 1990, los TDAs representan la única inversión forzosa vigente para los Establecimientos de Crédito (EC), quienes deben destinar el 1% de sus inversiones a TDAs desde 1993 (según el artículo 43 de la Ley 99 de 1993). La Superfinanciera publica trimestralmente el monto requerido de inversión en TDAs que deben mantener los EC.

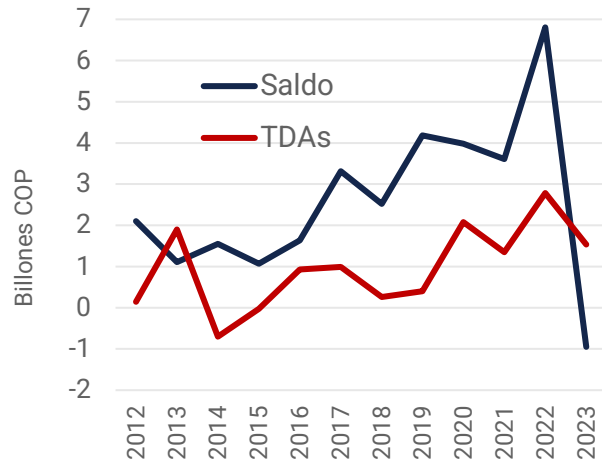
En consecuencia, el crecimiento del crédito agropecuario debería seguir el ritmo de las inversiones de los EC en TDAs. Estos títulos forman parte del portafolio de inversión de los EC y, aunque son negociables, suelen clasificarse como "Hasta el Vencimiento" ("Costo Amortizado" bajo IFRS).

Como se observa en el Gráfico 1, el crecimiento en los requerimientos de inversión en TDAs muestra una correlación positiva con el incremento en el saldo de la cartera de créditos del sector agropecuario. Dado que el 96,7% del fondeo de FINAGRO proviene de TDAs, que ofrecen recursos a tasas inferiores a la DTF y la IBR, esta fuente ha sido crucial para sostener el crecimiento de la cartera (Gráfico 2). Sin el acceso a estos recursos, FINAGRO habría enfrentado dificultades para lograr aumentar la oferta del crédito agropecuario. Sin embargo, desde 2014, otros actores como el Banco Agrario han incrementado su participación en la cartera de créditos del sector.

² Ocampo, J. A. (2021). Una historia del sistema financiero colombiano: 1870-2021. Asobancaria.

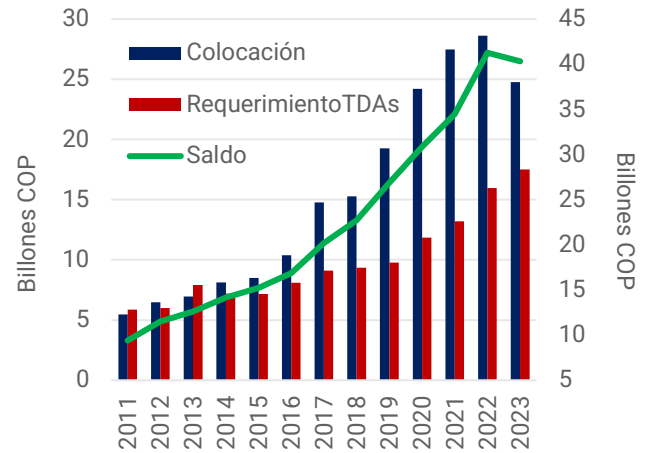
³ Caballero, C., Urrutia, M., & Lizarazo, D. L. (2006). Desarrollo financiero y desarrollo económico en Colombia.

Gráfico 1. Crecimiento de los TDAs y la cartera agropecuaria



Fuente: Finagro, Plataforma Nacional de Datos Abiertos. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 2. Requerimientos de inversión en TDAs, desembolsos y saldos de la cartera agropecuaria



Fuente: Finagro, Plataforma Nacional de Datos Abiertos. Cálculos Corficolombiana.

Al cierre de 2023, el requerimiento de inversión en TDAs alcanzó los 17,5 billones de pesos (COP bn), mientras que la colocación total de crédito en el sector agrícola fue de COP 24,8 bn y el saldo de la cartera alcanzó los COP 40,3 bn. Según datos desglosados por sectores de la cartera de créditos comerciales de los EC excluyendo a las Instituciones Oficiales Especiales (IOEs), estimamos que el segmento de agricultura, ganadería, silvicultura y pesca representó aproximadamente COP 8,0 bn (20% del total), menos de la mitad de sus inversiones forzosas, por lo que la participación de los EC en el sector agrícola se da mayoritariamente a través de TDAs.

De acuerdo con Perfetti, Leivobich, Delgado y López (2024), durante el período 2012-2022, el valor del crédito destinado al financiamiento del sector agropecuario mostró una tendencia creciente. Sin embargo, es importante destacar que, aunque los pequeños productores recibieron el mayor número de créditos otorgados, en términos de valor, los principales beneficiados fueron los grandes productores, quienes recibieron el 72% del total otorgado. Esto se debe en gran medida a la gran informalidad del sector agropecuario y a las significativas barreras de acceso al sistema financiero. En esta línea, Agudelo y Moreno (2021) señalaron que la alta dependencia del fondeo a través de TDA puede poner en riesgo la atención a los medianos y pequeños productores, ya que la cartera sustitutiva no solo desvía los recursos de Finagro, sino que atiende principalmente a los grandes productores del sector.

Inversión forzosa y objetivos de Establecimiento de Crédito (EC)

Los Establecimientos de Crédito deben garantizar el ahorro del público y que gestionen de manera eficiente sus fuentes de fondeo en todo momento. Esto implica que la colocación e inversión de recursos en cartera y portafolio deben equilibrar las relaciones de riesgo (crédito y mercado) y retorno (tasas de interés) de manera continua. Además, los EC deben realizar una gestión activa de la liquidez para asegurar que cuenten con los recursos adecuados para atender retiros y vencimientos que se presenten. Esto implica evaluar y manejar el riesgo de crédito de manera proactiva. A continuación, procederemos a analizar las implicaciones específicas de las inversiones forzosas en los riesgos financieros y los márgenes de intermediación de los EC.

Riesgo de crédito: Las inversiones forzosas tipo TDAs no forman parte de la cartera de créditos de los EC, sino de su portafolio de inversión, por lo que no afectan la calidad de la cartera ni las provisiones asociadas a esta. Sin embargo, las Sociedades Públicas Financieras (SPF) como FINAGRO son consideradas en el cálculo de Activos Ponderados por el Nivel de Riesgo (APNR) bajo la categoría de "riesgo país", utilizado para determinar la solvencia. Es crucial monitorear cualquier exceso en el endeudamiento del emisor de las inversiones forzosas. En el caso de los TDAs, estos representan el 90,7% del total de pasivos y patrimonio de FINAGRO, mientras que su patrimonio pesa apenas el 6,2%.

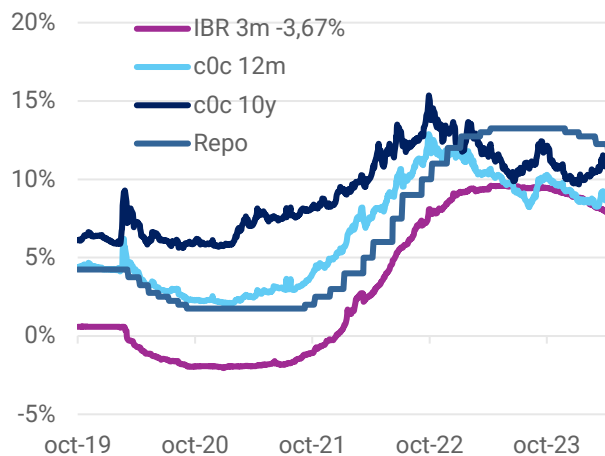
Riesgo de mercado: Toda vez que las entidades deben evidenciar que cuentan con el nivel de inversiones forzosas requerido con frecuencia (trimestralmente en el caso de los TDAs) y generalmente se clasifican como "hasta el vencimiento", estas inversiones no deberían generar pérdidas por valoración y la volatilidad en su valoración debería ser mínima.

Riesgo de Liquidez: Las inversiones hasta el vencimiento -como los TDAs- no tienen ninguna liquidez, por lo que su participación incremental en el activo deteriora la situación de liquidez de los EC. Bajo un acercamiento al riesgo de liquidez por brechas, es cierto que estos títulos vencen en un año o menos, pero no se puede contar con que los recursos se van a liberar, pues las inversiones forzosas que vencen se tienen que reemplazar por otras.

Estructura del activo: La falta de liquidez de las inversiones forzosas puede afectar la composición del activo de los EC, disminuyendo la proporción relativa de la cartera de créditos. Esto puede tener un impacto mayor en segmentos de cartera más sensibles a cambios en tasas de interés y condiciones de otorgamiento, como el crédito a la microempresa.

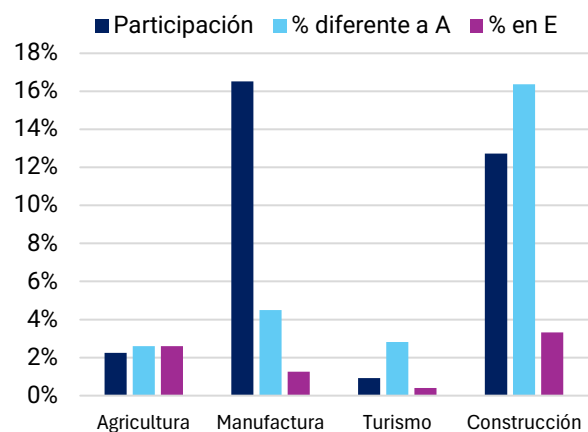
Margen de intermediación: Los rendimientos de los TDAs son menores a las tasas DTF e IBR. Esto resulta en una tasa de fondeo atractiva para el emisor (en este caso, FINAGRO), pero menos atractiva para los activos de un Establecimiento de Crédito (EC). Como consecuencia, las inversiones forzosas restringen el margen neto de intereses, y su aumento incremental lo reduce aún más (ver Gráfico 3).

Gráfico 3. Rentabilidad TDA Clase A IBR, C0C 12m y 10Y, y tasa repo BanRep.



Fuente: Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana.

Gráfico 4. Participación y calidad de la cartera de los sectores mencionados por el Gobierno *



Fuente: Superfinanciera. Cálculos Corficolombiana. * % diferente a A y % en E se refieren a la calificación de riesgo crediticio. La participación es sobre la cartera comercial.

El incremento en las inversiones forzosas disminuye el margen de intermediación y por ende las utilidades y el espacio de crecimiento de los EC, mientras se deteriora su posición de liquidez, afectando las decisiones de colocación, inversión y fondeo. El ajuste de las entidades para proteger su negocio de intermediación del efecto de estas inversiones forzosas va en detrimento de los clientes, tanto deudores como depositantes. Estos desafíos se intensifican en el contexto actual de ajuste que enfrentan los EC (ver “Establecimientos de crédito al primer trimestre de 2024: se mantiene el proceso de ajuste”, en [Informe Semanal, mayo 27 de 2024](#)).

Las inversiones forzosas aumentan la carga de deuda pública para Sociedades Públicas Financieras (SPF) como FINAGRO. Aunque las calificadoras de riesgo supervisan el endeudamiento del Gobierno Nacional Central y General, las SPF gestionan su propia fiscalidad, no incluida en la evaluación de riesgo. Así, el aumento de la deuda en SPF como FINAGRO no afecta directamente la deuda del Gobierno Nacional Central evaluada por calificadoras. Sin embargo, el uso excesivo de inversiones forzosas podría deteriorar la calidad crediticia de estas entidades y elevar el costo de la deuda soberana, aumentando así el costo de la deuda (K_d) y del capital propio (K_e) para todas las entidades y ciudadanos del país. Además, estas medidas generan incertidumbre regulatoria y reducen la percepción de facilidad para invertir y hacer negocios en el país, potencialmente incrementando el costo del capital a largo plazo.

¿Cómo aumentar el crédito productivo?

Existe un amplio consenso sobre la necesidad de aumentar el crédito productivo en Colombia, especialmente durante períodos de reactivación económica. Actualmente, la profundización financiera en el país, medida como el crédito al sector privado respecto al PIB, se sitúa en aproximadamente el 45%. Según entidades como Asobancaria, este nivel debería idealmente alcanzar el 65%, equiparándose así a estándares internacionales. Sin embargo, mientras las inversiones forzosas podrían incrementar la colocación de créditos en sectores específicos, también podrían generar ineficiencias que aumenten el costo del capital, por lo que no se consideran una solución ideal, especialmente en el actual desafiante contexto del sistema financiero.

Una estrategia clave para fomentar el crédito en sectores estratégicos radica en abordar las fallas de mercado que obstaculizan su acceso y permitiría alinear los incentivos. En este sentido, resultan prometedores los anuncios de la Superintendencia Financiera sobre la modernización del sistema financiero, enfocada en cinco áreas clave: (i) finanzas abiertas, (ii) supervisión digital, (iii) gestión de nuevos riesgos, (iv) optimización normativa y (v) modernización de la SFC.

Además de estas medidas, se podría contemplar el uso de garantías por parte del sector público. Durante la pandemia, estas garantías demostraron ser efectivas al dirigir crédito hacia proyectos más riesgosos, beneficiando a aproximadamente 12 millones de deudores y cubriendo cerca del 42% del saldo de cartera, superando así el promedio regional.

Finalmente, es crucial ampliar el acceso al sistema financiero en Colombia, especialmente en la "Economía Popular" y sectores como el agro. Aunque más del 94% de los adultos cuenta con algún producto financiero, estos están mayormente orientados a transacciones básicas. Para un verdadero desarrollo, se requiere mayor educación financiera e inclusión más amplia en el sector financiero. Además, combatir la alta informalidad debe ser una prioridad de política para lograr un acceso más equitativo y robusto al sistema financiero.

Equipo de investigaciones económicas

César Pabón Camacho

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-601) 3538787 Ext. 70009

cesar.pabon@corfi.com

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-601) 3538787 Ext. 70231

julio.romero@corfi.com

Gabriela Bautista

Analista Contexto Externo

(+57-601) 3538787 Ext. 70496

gabriela.bautista@corfi.com

Diego Alejandro Gómez

Analista Economía Local

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

diego.gomez@corfi.com

Felipe Espitia

Analista Senior Renta Fija

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

felipe.espitia@corfi.com

Alejandra Gacha

Analista economías Sudamérica

(+57-601) 3538787 Ext. 69964

alejandra.gacha@corfi.com

Mateo Pardo

Analista economías Centroamérica

(+57-601) 3538787 Ext. 69628

mateo.pardo@corfi.com

Manuel Bernal

Estudiante en práctica

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

manuel.bernal@corfi.com

Análisis Financiero

Andrés Duarte

Director Renta Variable

(+57-601) 3538787 Ext. 70007

andres.duarte@corfi.com

Jaime Cárdenas

Analista de finanzas corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

jaime.cardenas@corfi.com

Daniel Monroy

Analista de finanzas corporativas

(+57-601) 3538787 Ext. 69798

danielf.monroy@corfi.com

Análisis Sectorial y Sostenibilidad

Maria Camila Orbeagozo

Directora de Sectores y
Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70497

maria.orbeagozo@corfi.com

Andrés Gallego

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

andres.gallego@corfi.com

Nicolas Cruz Walteros

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 69973

nicolas.cruz@corfi.com

Dino Francisco Córdoba

Analista de Sectores y Sostenibilidad

(+57-601) 3538787 Ext. 70495

dino.cordoba@corfi.com

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 PROFESIONAL PARA REALIZAR INVERSIONES EN LOS TÉRMINOS DEL ARTÍCULO 2.40.1.1.2 DEL DECRETO 2555 DE 2010 O LAS NORMAS QUE LO MODIFIQUEN, SUSTITUYAN O COMPLEMENTEN, 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 CONSTITUIRÁ 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 RECOPIADA, 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.

CORFICOLMBIANA 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 CORFICOLMBIANA, 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.