

Informe Especial: Política Fiscal y Monetaria

Respuesta coordinada a la crisis económica

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57) 1 353 8787 Ext. 6105

julio.romero@corficolombiana.com

Ana Vera Nieto

Especialista Renta Fija

(+57) 1 353 8787 Ext. 6138

ana.vera@corficolombiana.com

- La respuesta de las autoridades económicas a la coyuntura actual ha sido positiva y muy bien coordinada.
- Con la reducción del encaje y la compra de activos, BanRep aumentó la liquidez de la economía en más de 20 billones de pesos, mientras que el Gobierno recibe esta liquidez gracias las inversiones forzosas en Títulos de Desarrollo Social (TDS) que deben realizar los establecimientos de crédito.
- Estas medidas permiten que el Gobierno aumente el tamaño del paquete fiscal. Los recursos de las inversiones forzosas pasan al Fondo de Nacional de Garantías (FNG) para respaldar hasta el 80% de los préstamos del sector financiero a empresas micro, pequeñas y medianas (Mipymes) y otorgar créditos directos a través de Bancóldex y Findeter.
- Por su parte, como los TDS son títulos de deuda pública con vencimiento a un año que pueden usar las entidades financieras como colateral en las operaciones de liquidez de corto plazo con BanRep, las condiciones de liquidez en la economía se mantienen amplias.
- BanRep también anunció la intervención en el mercado *forward* de TES –algo inédito en Colombia– lo cual puede poner un techo a los precios de los títulos y limitar el costo de endeudamiento y las pérdidas de portafolio, tal y como pasa en el mercado de divisas.

› *Coordinación BanRep-Minhacienda*

La Junta Directiva de BanRep anunció hace dos semanas una disminución del encaje bancario (proporción de los depósitos o exigibilidades que los establecimientos de crédito deben mantener en el banco central) de 11% a 8% para cuentas corrientes y de ahorros, y de 4,5% a 3,5% para CDT con plazos inferiores a 18 meses. La medida está vigente desde el 22 de abril e implica la **inyección de liquidez permanente a la economía por nueve billones de pesos. Lo anterior se suma a la compra de títulos de deuda pública y privada por 14 billones de pesos (12 billones en la primera etapa y dos billones adicionales anunciados hace dos semanas)**. Vale la pena señalar que es la primera vez en más de 10 años que BanRep adopta medidas relacionadas con el encaje bancario. En efecto, la anterior modificación de este indicador se realizó en 2008, en respuesta a la crisis financiera global.

Por su parte, días después de la disminución del encaje por parte de BanRep, el Ministerio de Hacienda estableció, a través del Decreto 562 de 2020, que los establecimientos de crédito deben realizar inversiones forzosas en Títulos de Desarrollo Social (TDS), así:

1. Hasta 3% de los depósitos a la vista sujetos a encaje obligados, deducido previamente el encaje.

2. El 1 % del de los depósitos y exigibilidades de los depósitos a plazo sujetos a encaje, **incluidas aquellas exigibilidades con un porcentaje de encaje del cero por (0%)**.

De esta forma, **las entidades financieras tendrán que destinar los recursos liberados por el menor encaje a la compra de TDS, con los cuales el Gobierno busca garantizar recursos para atender las consecuencias económicas del COVID-19**. Los TDS son bonos con un plazo de un año contado a partir la fecha de su emisión, prorrogable parcial o totalmente, de forma automática, por periodos iguales y prorrogables hasta el 2029 y devengarán un rendimiento que refleje las condiciones del mercado de deuda pública interna de corto plazo.

Estas decisiones evidencian una gran coordinación de BanRep y el Ministerio de Hacienda, pues permiten aumentar el paquete fiscal para afrontar la crisis económica actual sin generar impactos adversos en el mercado de deuda pública, al tiempo que mantienen holgadas las condiciones de liquidez en la economía. **Para los establecimientos de crédito estas medidas tienen un impacto favorable, pues pasaron de tener recursos no remunerados en BanRep (encaje) a tener inversiones con rendimientos de mercado a través de los TDS**. Además, estos títulos tendrán valorizaciones en los próximos días, una vez que incorporen el recorte de la tasa de intervención por parte de BanRep (esperamos una reducción de al menos 50 puntos básicos en la reunión de esta semana).

Por su parte, **el Gobierno obtuvo recursos frescos para fortalecer el Fondo de Mitigación de Emergencias (FOME)**. En particular, la plata obtenida con la venta de TDS permitirá respaldar hasta el 80% de los créditos que el sector financiero otorgue a Mipymes, a través del FNG (ver “Que el remedio no sea peor que la enfermedad” en [Informe Semanal – Abril 27 de 2020](#)). De esta forma, la combinación de políticas favorece tanto al sistema financiero como al Gobierno de cara a la atención de la crisis económica.

Vale la pena mencionar que el diferencial (*spread*) entre las tasas de captación (como la DTF) y los TES de corto plazo está en 20 puntos básicos (pbs), cerca del promedio histórico. No obstante, en momentos de baja liquidez (como a mediados de marzo de este año), dicho *spread* fue superior a 100 pbs, lo que evidencia que las nuevas inversiones forzosas se afectan no sólo por la tasa de BanRep sino por las condiciones de liquidez. **Creemos que los agentes tienen incentivos de constituir la inversión hacia finales de junio (con mejores condiciones de liquidez), a menos que BanRep actúe reduciendo tasas de interés de forma más contundente**.

Queremos resaltar que las inversiones forzosas en TDS tienen precedentes: los Títulos de Desarrollo Agropecuario (TDA). Estas inversiones están reglamentadas por las resoluciones 3 de 2000 y 6 de 2019 de BanRep y tienen el objetivo de dinamizar el sector agropecuario en Colombia, mediante el recaudo de recursos para promover su financiación y desarrollo (Tabla 1).

Hay dos tipos de TDA: clase A y clase B. Los primeros están destinados a obtener recursos para financiar a pequeños agricultores, mientras que los segundos buscan

financiar créditos para medianos y grandes agricultores. Para cada tipo de TDA, los bancos deben constituir un porcentaje de inversión obligatoria diferente. Así, un 50% de las inversiones forzosas debe destinarse a TDA clase A, mientras que el 50% restante

Tabla 1. Colocaciones sustitutivas inversiones forzosas contempladas para TDAs

Porcentaje	Evento
100%	Valor de la cartera vigente correspondiente a préstamos aprobados y desembolsados entre el 27 de marzo de 1996 y el 31 de diciembre de 2007
50%	valor de la cartera vigente correspondiente a préstamos aprobados y desembolsados entre el 1 de enero de 2008 y el 31 de diciembre de 2012, otorgados a grandes productores
75%	valor de la cartera vigente correspondiente a préstamos aprobados y desembolsados entre el 1 de enero de 2008 y el 31 de diciembre de 2012, otorgados a grandes productores
25%	valor de la cartera vigente correspondiente a préstamos aprobados y desembolsados a partir del 1 de enero de 2013, otorgados a grandes productores.
50%	valor de la cartera vigente correspondiente a préstamos aprobados y desembolsados a partir del 1 de enero de 2013, otorgados a medianos productores
120%	valor de la cartera vigente correspondiente a préstamos aprobados y desembolsados a partir del 1 de enero de 2000 otorgados a pequeños productores
150%	valor de la cartera vigente correspondiente a préstamos aprobados y desembolsados a partir del 1 de septiembre de 2014 otorgados a pequeños productores.
150%	valor de la cartera vigente correspondiente a microcréditos agropecuarios y rurales, aprobados y desembolsados a partir del 1 de septiembre de 2014 cuyo monto sea inferior o igual a ocho (8) salarios mínimos mensuales legales vigentes, independientemente de la calificación del productor

debe asignarse a TDA clase B. Este monto total requerido de inversión se calcula con base en el promedio diario de exigibilidades en moneda legal de cada trimestre calendario (deduciendo previamente el encaje respectivo), y tienen plazo de 90 días para la constitución de la inversión.

El rendimiento de los TDAs clase A es DTF – 4% o IBR – 3,67% y el de los títulos clase B es DTF – 2% o IBR – 1,71%.

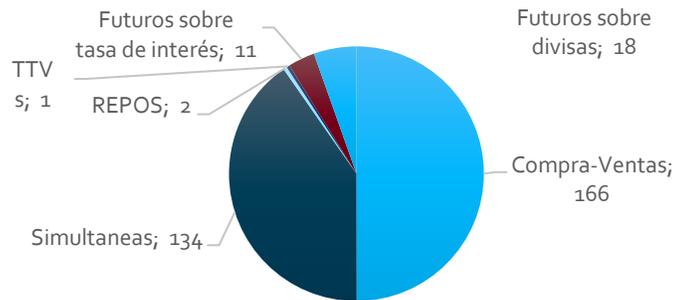
Los porcentajes de inversión obligatoria en dichos TDAs, se ajustaron recientemente en el boletín 31 del BanRep, en donde:

1. Se pasó de un exigido de 5,8% a 5,61% en depósitos para cuentas corrientes y de ahorros, depósitos simples y especiales, fondos en fideicomiso, servicios bancarios de recaudo, impuesto a las ventas por pagar, donaciones de terceros por pagar, recaudos realizados, y cuentas de ahorro de valor real y de ahorro especial, entre otros.
2. De 4,3% a 4,25% para CDTs menores a 18 meses, certificados de ahorro de valor real menores a 18 meses, bonos de garantía general menores a 18 meses, y otros bonos menores a 18 meses, entre otros.

› *Medidas de intervención mercado forward de TES*

En la misma reunión extraordinaria en la que BanRep redujo el encaje, la autoridad monetaria anunció que intervendrá el mercado *forward* de TES con cumplimiento financiero. Según la autoridad monetaria, esta medida “pretende ofrecer cobertura contra el riesgo de desvalorizaciones fuertes a los participantes del mercado de TES y

Gráfico 1. Montos negociados en billones de pesos por tipo de mercado acumulado en 2020



Fuente: BVC. Cálculos: Corficolombiana

contribuir a la estabilidad del mismo como las que han adoptado los bancos centrales de algunos países”.

En términos generales, esta medida puede poner un “techo” para los títulos como sucede en la intervención sobre el mercado cambiario. No obstante, la efectividad de dicha medida puede ser limitada, de manera que consideramos que deben tenerse en cuenta los siguientes puntos:

1. El monto negociado en operaciones de derivados sobre tasa de interés asciende a 11 billones de pesos en lo corrido de 2020, frente a 166 billones en compras – ventas en spot (Gráfico 1). En la medida que el mercado de derivados es mucho más pequeño que el spot se hace difícil mitigar la volatilidad en condiciones de alto estrés, de manera que vemos necesario que se continúe con la intervención directa mediante compras de TES anunciadas anticipada a todos los agentes del mercado.
2. El mercado de deuda pública tiene al menos 18 referencias de bonos, por lo que será importante determinar cuáles serían activos subyacentes de las operaciones. Lo anterior debe estar coordinado con la Dirección de Crédito Público del Ministerio de Hacienda.
3. Finalmente, los *spreads bid–offer* de negociación (una señal de liquidez y eficiencia en cualquier mercado financiero) de los TES tasa fija con vencimiento en 2025, 2027, 2032 y 2034 y de los TES UVR con vencimiento en 2021, 2023 y 2025, han tenido aumentos importantes durante el último mes. En este sentido, creemos que podrían ser los bonos sobre los cuales se haga la intervención (Tablas 2 y 3).

Tabla 2. Spread Bid -offer por referencia en TES tasa fija

valor en puntos básicos

Fecha	Vencimiento										Promedio
	20	22	24	25	26	27	28	30	32	34	
Promedio marzo 1 al15	45	12	9	16	19	17	15	26	9	11	18
Promedio marzo 6 al 27	115	40	23	49	37	36	40	55		18	46
Promedio abril 1 al 5	92	16	23	48	39	42	35	23	55	25	40

Fuente: Bloomberg, Cálculos Corficolombiana

Tabla 3. Spread Bid -offer por referencia en TES UVR

Valor en puntos básicos

	Vencimiento								
	uvr21	uvr2 3	uvr2 5	uvr27	uvr33	uvr35	uvr37	uvr49	Promedio
Promedio marzo 1 al15	38	8	10	8	7	8	13	13	14
Promedio marzo 6 al 27	93	49	40	22	18	8	15	13	30
Promedio abril 1 al 5	42	37	46	29	19	15	17	14	27

Fuente: Bloomberg, Cálculos Corficolombiana

Equipo de investigaciones económicas

Jose Ignacio López

Director Ejecutivo de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6165

jose.lopez@corficolombiana.com

Macroeconomía y Mercados

Julio César Romero

Economista Jefe

(+57-1) 3538787 Ext. 6105

julio.romero@corficolombiana.com

Ana Vera Nieto

Especialista Renta Fija

(+57-1) 3538787 Ext. 6138

ana.vera@corficolombiana.com

Maria Paula Contreras

Especialista Economía Local

(+57-1) 3538787 Ext. 6164

maria.contreras@corficolombiana.com

Laura Daniela Parra

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6196

laura.parra@corficolombiana.com

José Luis Mojica

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6107

jose.mojica@corficolombiana.com

Juan Camilo Pardo

Analista de Investigaciones

(+57-1) 3538787 Ext. 6107

juan.pardo@corficolombiana.com

Nicolás Galvez

Practicante de Investigaciones Económicas

(+57-1) 3538787 Ext. 6112

nicolas.diaz@corficolombiana.com

Renta Variable

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6163

andres.duarte@corficolombiana.com

Roberto Carlos Paniagua Cardona

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6193

roberto.paniagua@corficolombiana.com

Daniel Felipe Duarte Muñoz

Analista Renta Variable

(+57-1) 3538787 Ext. 6194

daniel.duarte@corficolombiana.com

Finanzas Corporativas

Rafael España Amador

Director de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6195

rafael.espana@corficolombiana.com

Sergio Andrés Consuegra

Analista de Inteligencia Empresarial

(+57-1) 3538787 Ext. 6197

sergio.consuegra@corficolombiana.com

Daniel Espinosa Castro

Analista de Finanzas Corporativas

(+57-1) 3538787 Ext. 6191

daniel.espinosa@corficolombiana.com

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 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.

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.