

# RMF

## Reporte de Mercados Financieros

IV trimestre de 2021





# REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Cuarto Trimestre del 2021

Banco de la República

Enero de 2022

## **Gerencia Técnica**

Hernando Vargas Herrera  
Gerente

## **Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales**

Pamela Cardozo Ortiz  
Subgerente

## **Departamento de Operaciones y Análisis de Mercados**

Juan Sebastián Rojas Moreno  
Director

## **Sección Análisis de Mercados Financieros y Regulación Cambiaria**

Carlos Andrés Quicazán Moreno  
Jefe

Sara Ariza Murillo  
Ittza Alejandra Barreto Ramírez  
Nicolás Herrera Figueroa  
Laura Viviana León Díaz  
Julián Camilo Mateus Gamboa  
Camilo Andrés Orozco Vanegas  
Cristhian Hernando Ruiz Cardozo  
Nicolás Fernando Torres Gongora

## **Estudiantes en práctica profesional**

Felipe Lozano Morales  
Gabriela Morales Pineda

# Contenido

<b>1</b>	<b>Introducción</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>Resumen ejecutivo</b>	<b>7</b>
2.1	Entorno internacional . . . . .	7
2.2	Percepción de riesgo a nivel local . . . . .	7
2.3	Mercado cambiario . . . . .	8
2.4	Política monetaria y mercado monetario local . . . . .	8
2.5	Mercado de deuda pública interna y externa . . . . .	8
2.6	Mercado accionario . . . . .	9
<b>3</b>	<b>Entorno internacional</b>	<b>10</b>
<b>4</b>	<b>Percepción de riesgo a nivel local</b>	<b>26</b>
<b>5</b>	<b>Mercado cambiario</b>	<b>30</b>
5.1	Mercado cambiario global . . . . .	30
5.2	Mercado cambiario colombiano . . . . .	37
<b>6</b>	<b>Mercado monetario y renta fija</b>	<b>42</b>
6.1	Tasas de interés en Latinoamérica . . . . .	42
6.2	Mercado monetario colombiano . . . . .	44
6.3	Mercado de deuda pública . . . . .	47
6.3.1	Deuda pública interna de Estados Unidos y los países de la región . . . . .	47
6.3.2	Deuda pública interna de Colombia . . . . .	51
6.4	Deuda pública externa de Colombia y los países de la región . . . . .	58
<b>7</b>	<b>Mercado de deuda privada</b>	<b>62</b>
<b>8</b>	<b>Mercado accionario</b>	<b>65</b>

## Índice de Gráficos

1	Resumen de mercados financieros durante 2021 . . . . .	10
2	Resumen de mercados financieros durante el 4T21 . . . . .	11
3	Vacunación por cada cien habitantes . . . . .	12
4	Número de nuevos casos semanales de COVID-19 por cien mil habitantes . . . . .	12
5	Número de nuevas muertes semanales de COVID-19 por cien mil habitantes . . . . .	13
6	Crecimiento 2020 y proyecciones de crecimiento del Banco Mundial para 2021 y 2022 . . . . .	14
7	Evolución del crecimiento económico en economías avanzadas . . . . .	15
8	Evolución del crecimiento económico en algunas economías emergentes . . . . .	15
9	Evolución del crecimiento económico en Latinoamérica . . . . .	16
10	Inflación en economías desarrolladas . . . . .	17
11	Desempleo en economías desarrolladas . . . . .	17
12	Tasas OIS a cinco años en economías desarrolladas . . . . .	18
13	Pronósticos del precio <i>spot</i> promedio anual WTI y Brent . . . . .	20
14	Cambio en los precios de productos generadores de energía . . . . .	20
15	Cambio en los precios de productos básicos . . . . .	21
16	Índices de percepción de riesgo en EE.UU. y Europa . . . . .	22
17	<i>Credit Default Swaps</i> 5 años de Latinoamérica . . . . .	22
18	<i>Spreads</i> deuda soberana Latinoamérica (EMBI+) . . . . .	23
19	Flujos de capital extranjero en el mercado de renta fija de economías emergentes . . . . .	24
20	Flujos de capital extranjero en el mercado de renta variable de economías emergentes . . . . .	25
21	Flujos diarios acumulados de inversión de portafolio a economías emergentes . . . . .	26
22	Mapa de calor de variables macroeconómicas y de percepción de riesgo a nivel internacional y local . . . . .	27
23	Indicadores de confianza . . . . .	28
24	Expectativas de crecimiento (EOF) . . . . .	29
25	Expectativas de inflación (EOF) . . . . .	29
26	<i>Spread</i> entre las tasas activas preferenciales y las tasas cero cupón de los TES . . . . .	30
27	<i>Spread</i> crediticio - tasas de tesorería a 30 días y tasa TES 30 días . . . . .	30
28	VIX vs índices de monedas . . . . .	33
29	Tasas de cambio de Latinoamérica . . . . .	33
30	Volatilidad condicional de las tasas de cambio de Latinoamérica . . . . .	35
31	Precio del petróleo frente al peso colombiano . . . . .	39
32	<i>Forwards</i> y futuros de la CRCC . . . . .	40
33	Devaluación Implícita (Observada – Teórica*) . . . . .	41
34	Tasas de política monetaria de países latinoamericanos . . . . .	43
35	Inflación IPC en los países de la región . . . . .	44
36	Tasa de referencia BR, TIB e IBR O/N . . . . .	45
37	Posición neta del Banco de la República en el mercado monetario . . . . .	46
38	Promedio mensual de saldos diarios 2018 - 2021 . . . . .	47
39	Monto operado vigente <i>SWAPS</i> IBR en CME y en el mercado local . . . . .	48

40	Evolución de la tasa IBR O/N, IBR a 1, 3 y 6 meses y las tasas OIS a 9 meses y 1 Año . . . . .	49
41	Curva cero cupón de EE.UU. . . . .	49
42	Curva cero cupón de México. . . . .	51
43	Curva cero cupón de Perú. . . . .	51
44	Curva cero cupón de Chile. . . . .	52
45	Curva cero cupón de Brasil. . . . .	52
46	Proyección de vencimientos TES . . . . .	53
47	Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de referencia del BR . . . . .	54
48	Curva <i>spot</i> en pesos, Colombia . . . . .	55
49	Curva <i>spot</i> en UVR, Colombia . . . . .	56
50	Compras netas de TES en pesos de inversionistas extranjeros . . . . .	56
51	Saldo de TES en pesos en manos de extranjeros como porcentaje del saldo en circulación . . . . .	57
52	Monto promedio negociado por plazos de TES . . . . .	57
53	Monto promedio diario negociado de TES por sistema . . . . .	58
54	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Colombia . . . . .	59
55	Rendimientos deuda externa en USD Colombia . . . . .	59
56	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Brasil . . . . .	60
57	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Perú . . . . .	60
58	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) México . . . . .	61
59	Globales USD vs TES locales . . . . .	61
60	Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada . . . . .	62
61	Monto colocado por sector en el mercado primario de deuda privada . . . . .	63
62	Colocaciones por tasa de interés . . . . .	63
63	Participación de las emisiones por plazo de colocación . . . . .	64
64	Evolución de los índices accionarios a nivel mundial . . . . .	66
65	Evolución de los índices accionarios de la región . . . . .	67
66	Comportamiento promedio de los índices accionarios por sector (4T21) . . . . .	69
67	<i>MSCI COLCAP</i> y volumen transado diario . . . . .	69
68	Compras netas en el mercado de renta variable local por tipo de agente . . . . .	70
69	Volatilidad condicional índices accionarios . . . . .	70
70	Capitalización bursátil ajustada/PIB* . . . . .	71

## Índice de Tablas

1	Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense . . . . .	32
2	Intervención cambiaria del BCB (compras netas incluyendo vencimientos) . . . . .	36
3	Intervención cambiaria del BCCh (compras netas incluyendo vencimientos) . . . . .	37
4	Intervención cambiaria del BCRP (compras netas incluyendo vencimientos) . . . . .	37
5	Intervención cambiaria del Banxico . . . . .	38
6	Intervención cambiaria del Banco de la República de Colombia . . . . .	38
7	Variaciones de las tasas de política monetaria en Latinoamérica a diciembre de 2021 . . .	42
8	Inflación año completo y meta de inflación 2021 . . . . .	45
9	Emisiones deuda privada 4T21 . . . . .	63

## 1 Introducción

El Banco de la República genera información para la toma de decisiones, la rendición de cuentas y la difusión al público. En particular, el *Reporte de Mercados Financieros* está enmarcado dentro del principio de difusión al público y contribuye a cumplir con el servicio que presta el Banco de ofrecer información e investigación económica de calidad.

En línea con lo anterior, este reporte busca proveer al público un análisis general del comportamiento y las tendencias de los mercados financieros nacionales e internacionales. Adicionalmente, el reporte señala los principales factores que permiten explicar el comportamiento de dichos mercados así como sus interacciones. El reporte también presenta una descripción de los principales cambios en política monetaria y decisiones de los bancos centrales a nivel mundial.

El año 2021 se caracterizó por una recuperación económica global más rápida de lo previsto a inicios del año. Esta recuperación trajo consigo aumentos en los precios de los commodities y en algunos casos, disrupciones de las cadenas globales de suministro dado la creciente demanda, lo que llevó a un aumento de las presiones inflacionarias a nivel global. Como respuesta a estas presiones, la mayoría de los bancos centrales a nivel global comenzó a retirar el estímulo monetario adoptado durante 2020 para afrontar la pandemia. Lo anterior llevó a aumentos de tasas de los títulos de deuda en economías emergentes y en menor medida en economías desarrolladas. En este periodo el dólar estadounidense se fortaleció, mientras las monedas de países emergentes y de la región se vieron además presionadas por factores idiosincráticos. Por su parte, los mercados accionarios de países desarrollados presentaron valorizaciones superiores a las exhibidas por los índices de países emergentes. Este periodo se caracterizó por una alta volatilidad sobre los mercados financieros dado los posibles efectos de las nuevas variantes del COVID-19.

Durante el cuarto trimestre de 2021 (4T21) los mercados financieros se caracterizaron por mayores presiones inflacionarias, lo cual se tradujo en mayores tasas de interés y una continuación del fortalecimiento del dólar. Además, factores como nueva variante del COVID-19 (Ómicron), las expectativas de un retiro del estímulo monetario más acelerado y efectos idiosincráticos afectaron a los mercados durante este periodo.

Los mercados en Colombia no fueron la excepción. Durante el 2021 la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) aumentó su tasa de interés en 125 puntos básicos (pb) ubicándola en 3% en diciembre de 2021. Lo anterior como respuesta al mejor dinamismo del PIB, el buen desempeño de la demanda interna y externa y las mejores proyecciones de la economía, factores que permitieron iniciar el retiro gradual del estímulo monetario. Por su parte el peso colombiano se depreció, la deuda pública se desvalorizó y la percepción de riesgo a nivel local medida a través de los CDS y el EMBI aumentó, como respuesta a diversos factores como lo fueron el retiro del grado de inversión del país, la incertidumbre política ante la cercanía de las elecciones legislativas y presidenciales que se llevarán a cabo en el 2022, las mayores expectativas de inflación y la ampliación importante de los déficits fiscal y de cuenta

corriente frente a los niveles previos del inicio de la pandemia.

Durante el 4T21, los mercados financieros colombianos continuaron presentando un comportamiento similar al observado durante el resto del año. El peso se depreció en línea con el fortalecimiento del dólar, la deuda pública se desvalorizó acorde a los movimientos de los Tesoros americanos en un contexto de políticas menos expansivas por parte de los bancos centrales, y mayores presiones inflacionarias. No obstante, el mercado accionario se vio favorecido principalmente por el buen comportamiento de las acciones pertenecientes al sector financiero y consumo básico. Durante este periodo la JDBR aumentó su tasa de interés en 100 pb.

En esta edición, el documento se divide en ocho secciones, siendo esta introducción la primera. La sección dos presenta un resumen ejecutivo del documento. En la sección tres se presenta una descripción de los hechos más importantes en el entorno económico internacional. Posteriormente, en la sección cuatro se presenta el comportamiento de los principales indicadores de percepción del riesgo a nivel local. En la sección cinco se describe el mercado cambiario a nivel global y local. En la sección seis se presenta un análisis del mercado monetario y de renta fija a nivel global y local. Adicionalmente, en la sección siete se describe el comportamiento del mercado primario de deuda privada local. Finalmente, en la sección ocho se analiza el comportamiento de los mercados accionarios.

Adicionalmente, esta edición incluye un Recuadro en el que se analiza la relación entre la participación de extranjeros en el mercado local de deuda pública y la sensibilidad de las condiciones financieras locales frente a cambios en factores globales. Asimismo, se explora cómo la composición de esa base inversionista de no residentes y su participación en el total de agentes en el mercado podría afectar dicha sensibilidad.

## 2 Resumen ejecutivo

### 2.1 Entorno internacional

Durante el 2021 los mercados financieros se vieron influenciados, en primer lugar, por la recuperación económica global más rápida de lo previsto a inicios del año. Esta rápida recuperación trajo consigo un aumento de los precios de la mayoría de los *commodities* y una disrupción de las cadenas globales de suministro, lo que llevó a un aumento de las presiones inflacionarias a nivel global. Como respuesta a estas presiones inflacionarias, la mayoría de los bancos centrales comenzó a retirar el estímulo monetario adoptado durante la pandemia, lo cual llevó a un aumento de las tasas de los títulos de deuda en economías emergentes, y en menor medida en economías desarrolladas, y a una fortaleza del dólar a nivel global.

Durante el 4T21 los mercados financieros continuaron presentando un desempeño similar al observado durante el resto del año, caracterizado por mayores presiones inflacionarias, lo cual se tradujo en mayores tasas de interés y una continuación del fortalecimiento del dólar a nivel global. Adicionalmente, los mercados financieros se caracterizaron por presentar: *i*) una alta volatilidad como consecuencia de la aparición de una nueva variante del COVID-19 (Ómicron); *ii*) una revisión al alza de las proyecciones de crecimiento para 2021, y a la baja para 2022; *iii*) expectativas de un retiro más acelerado del estímulo monetario; *iv*) un comportamiento divergente de los precios de los *commodities*; y *v*) eventos idiosincráticos generadores de incertidumbre en EE.UU. y varios países de la región.

### 2.2 Percepción de riesgo a nivel local

Durante el 2021, la percepción de riesgo a nivel local presentó un comportamiento mixto. Por un lado, los CDS y los índices EMBI presentaron aumentos importantes, asociados principalmente con: *i*) las protestas que tuvieron lugar durante el 2T21 como respuesta a la propuesta de ajuste fiscal del Gobierno y que llevó a este último a retirarla y proponer posteriormente una reforma menos ambiciosa; *ii*) relacionado con lo anterior, la decisión de Fitch Ratings el 1 de julio de retirar el grado de inversión del país en moneda local y extranjera, la cual se sumó a la que tomó S&P Global el 19 de mayo; *iii*) la cercanía de las elecciones legislativas y presidenciales que se llevarán a cabo durante el primer semestre de 2022; *iv*) las presiones inflacionarias, las cuales llevaron al Banco de la República (Banrep) a comenzar en septiembre un ciclo de aumentos de tasas de interés; y *v*) la ampliación importante de los déficits fiscal y de cuenta corriente (déficits gemelos) frente a los niveles previos al comienzo de la pandemia. Por otro lado, las cifras de confianza y actividad económica publicadas durante el año sorprendieron al mercado al dejar en evidencia una resiliencia importante de la economía colombiana, lo que llevó a los analistas del mercado a aumentar continuamente sus proyecciones de crecimiento para 2021.

En el 4T21, la percepción de riesgo a nivel local continuó presentando el mismo comportamiento observado durante el año. Por un lado, unos mayores niveles del CDS y de los índices EMBI relacionados con los altos déficits gemelos y la mayor incertidumbre en el frente electoral, inflacionario y de política monetaria. Por otro lado, unas cifras de confianza y actividad económica que continuaron soportando

revisiones al alza de las estimaciones de crecimiento para 2021.

### 2.3 Mercado cambiario

Durante el 2021 el dólar estadounidense se fortaleció frente a la mayoría de las monedas de sus pares desarrollados y monedas de países emergentes. Particularmente, en el 4T21 el dólar se fortaleció y su comportamiento puede dividirse en los siguientes dos periodos: *i*) hasta inicios de noviembre, el dólar presentó pocas variaciones en medio de factores mixtos; y *ii*) a partir de la segunda semana de noviembre, el dólar se fortaleció soportado principalmente por las mayores expectativas de una política monetaria más restrictiva por parte de la Reserva Federal, la decisión del presidente Biden, de ratificar a Jerome Powell como presidente de la Fed por un segundo término y una mayor percepción de riesgo a nivel global.

A pesar del aumento del precio de los *commodities* durante el 2021, el peso colombiano y las demás monedas de los países de la región analizados se depreciaron en línea con el fortalecimiento del dólar e influenciadas además por factores idiosincráticos. Durante el 4T21 el peso colombiano se depreció un 4,3%, influenciado principalmente por el comportamiento del dólar, la dinámica de los precios del petróleo y una fuerte demanda de dólares de inversionistas extranjeros en el mercado *forward*.

### 2.4 Política monetaria y mercado monetario local

Durante el 2021, los bancos centrales de la región aumentaron sus tasas de política monetaria en medio de una coyuntura de rápida recuperación económica y mayores presiones inflacionarias. El aumento de las tasas de intervención de los bancos centrales de Brasil, Chile, Perú, México y Colombia fue de 725 pb, 350 pb, 225 pb, 125 pb y 125 pb, y las tasas se ubicaron en 9,25%, 4,00%, 2,50%, 5,50% y 3,00%, respectivamente.

Durante el 4T21 la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) aumentó su tasa de interés en 100 pb (de 2,00% a 3,00%) ante el aumento de las presiones inflacionarias, el mejor dinamismo del PIB observado durante el año, el buen desempeño de la demanda interna y externa y las mejores proyecciones del PIB para 2021 y 2022. En este periodo la tasa IBR overnight, así como la tasa interbancaria, se ubicaron en promedio por encima de la tasa de referencia.

### 2.5 Mercado de deuda pública interna y externa

Durante 2021 los Tesoros presentaron en mayor medida desvalorizaciones dada las expectativas de una rápida recuperación económica en EE. UU, la cual podría estar acompañada de mayores presiones inflacionarias. Así mismo durante el año, la Reserva Federal fue tomando una postura de política monetaria menos expansiva.

Durante el año la deuda interna de los países de la región también registró desvalorizaciones en línea con

los Tesoros. Dichas desvalorizaciones estuvieron acompañadas de factores idiosincráticos en cada uno de los países.

En el 4T21, la deuda pública en moneda local de los países de la región se desvalorizó acorde a los movimientos que de los Tesoros americanos como consecuencia de la postura *hawkish* adoptada por la Reserva Federal tras su reunión de política monetaria de diciembre. Las desvalorizaciones de los TES en pesos se dieron en un contexto de políticas menos expansivas por parte de los bancos centrales, mayores presiones inflacionarias, recuperación de la actividad económica y ventas por partes de inversionistas extranjeros. Por su parte, los TES UVR de igual manera se desvalorizaron, sin, embargo, en menor medida dado los datos de inflación durante el trimestre. Asimismo, durante el 4T21 y en lo corrido del año la deuda externa de Colombia y la de los países de la región registraron de igual manera desvalorizaciones en línea con el comportamiento de la deuda pública local.

## 2.6 Mercado accionario

En 2021 los mercados accionarios de países desarrollados presentaron valorizaciones soportadas por la recuperación económica a nivel global, en un contexto de menores restricciones de movilidad y la continuación de medidas de estímulo implementadas por los países a raíz de la pandemia. No obstante, los mercados de países emergentes tuvieron un comportamiento menos favorable ante expectativas de una política monetaria más contractiva por parte de los bancos centrales a nivel global y algunos factores idiosincráticos. En el 4T21 los mercados accionarios a nivel global presentaron un comportamiento mixto. Por una parte, los mercados de EE. UU y Europa presentaron valorizaciones que estuvieron influenciadas principalmente por el optimismo de los inversionistas entorno a la publicación de resultados corporativos del 3T21. Mientras que los mercados de Latinoamérica y Asia presentaron desvalorizaciones.

Por su parte, el índice *MSCI Colcap* en el 4T21 se vio favorecido por el buen comportamiento de las acciones pertenecientes al sector financiero y consumo básico, los cuales ponderan más de un 50% del índice. No obstante, en el año el índice *MSCI Colcap* cayó 1,9%, ubicándose por debajo del comportamiento promedio de la región (3,4%), dado al desempeño negativo de las acciones pertenecientes al sector de servicios públicos y materiales, los cuales tienen una participación de más del 30% del índice.

### 3 Entorno internacional

Durante el 2021 los mercados financieros se vieron influenciados, en primer lugar, por la recuperación económica global más rápida de lo previsto a inicios del año. Esta rápida recuperación trajo consigo un aumento de los precios de la mayoría de los *commodities* y una disrupción de las cadenas globales de suministro, lo que llevó a un aumento de las presiones inflacionarias a nivel global. Como respuesta a estas presiones inflacionarias, la mayoría de los bancos centrales comenzó a retirar el estímulo monetario adoptado durante la pandemia, lo cual llevó a un aumento de las tasas de los títulos de deuda en economías emergentes, y en menor medida en economías desarrolladas, y a una fortaleza del dólar a nivel global (*Gráfico 1*).

*Gráfico 1: Resumen de mercados financieros durante 2021*

	Tasa de política	Tasa moneda local		Tasa USD		Tasa de cambio	Accionario	CDS 5 años	EMBI	Commodity
		2 años	10 años	2 años	10 años					
Reino Unido	15	80	76			-1,01%	14,30%			
Japón	0	3	5			-11,46%	4,91%			
Alemania	0	8	39			-6,93%	20,99%	-4,1		
EE.UU.	0	61	58	61	58	6,37%	26,89%	-5,5	28,1	
Colombia	125	352	270	141	98	-15,92%	-1,87%	116	143	50,15%
UVR		135	149							
Brasil	725	623	327	56	195	-7,28%	-11,93%	62	66	1,03%
México	125	284	193	51	101	-3,09%	20,89%	9	14	55,01%
Chile	350	468	268	39	63	-19,89%	3,14%	26	9	26,84%
Perú	225	318	258	98	90	-10,53%	1,39%	19	31	26,84%
Otros EM	0	150	88			0,85%	-4,59%	36	30	38,48%

**Fuente:** Bloomberg, Banrep.

Las variaciones positivas de la tasa de cambio reflejan una apreciación de la misma frente al dólar americano. En EE.UU, la tasa de cambio corresponde al DXY (un aumento corresponde a un fortalecimiento del dólar). Los indicadores de percepción de riesgo en EE.UU. corresponden al Vix y al Move, mientras que en Alemania corresponde al Vstoxx. Las variaciones de las tasas de política, tasas de interés de los bonos soberanos en moneda local y extranjera, CDS a cinco años y EMBI, se presentan en puntos básicos (pb). Los commodities corresponden a petróleo Brent en el caso de Colombia, WTI en el caso de México, cobre en Chile y Perú, y soya en Brasil. Otros EM corresponde a Turquía, Sudáfrica, Rusia, Indonesia, India, Tailandia, China, Malasia, Polonia y República Checa.

Durante el 4T21 los mercados financieros continuaron presentando un desempeño similar al observado durante el resto del año, caracterizado por mayores presiones inflacionarias, lo cual se tradujo en mayores tasas de interés y una continuación del fortalecimiento del dólar a nivel global. Adicionalmente, los mercados financieros se caracterizaron por presentar: *i*) una alta volatilidad como consecuencia de la aparición de una nueva variante del COVID-19 (Ómicron); *ii*) una revisión al alza de las proyecciones de crecimiento para 2021, y a la baja para 2022; *iii*) expectativas de un retiro más acelerado del estímulo monetario; *iv*) un comportamiento divergente de los precios de los commodities; y *v*) eventos idiosincráticos generadores de incertidumbre en EE.UU. y varios países de la región (*Gráfico 2*).

#### Incertidumbre frente a la evolución de la pandemia

Durante diciembre de 2020 y los primeros meses del 2021, la mayoría de las economías desarrolladas comenzó a vacunar rápidamente a su población, mientras que las economías emergentes lo empezaron a

Gráfico 2: Resumen de mercados financieros durante el 4T21

	Tasa de política	Tasa moneda local		Tasa USD		Tasa de cambio	Accionario	CDS 5 años	EMBI	Commodity
		2 años	10 años	2 años	10 años					
Reino Unido	15	28	-4			0,43%	4,21%			
Japón	0	3	0			-3,41%	-2,24%			
Alemania	0	6	3			-1,81%	6,18%	-4,0		
EE.UU.	0	46	1	46	1	1,53%	10,65%	-5,9	16,0	
Colombia	125	168	41	61	14	-4,34%	3,60%	36	46	-0,68%
UVR		48	12							
Brasil	300	111	-51	82	52	-2,36%	-5,55%	-1	-1	5,79%
México	75	92	14	65	12	0,54%	3,67%	-12	-5	0,24%
Chile	250	77	10	15	-7	-5,14%	-1,24%	-17	3	9,16%
Perú	150	55	-45	14	2	3,27%	15,50%	-30	-8	9,16%
Otros EM	0	45	19			0,70%	-1,68%	5	-3	1,51%

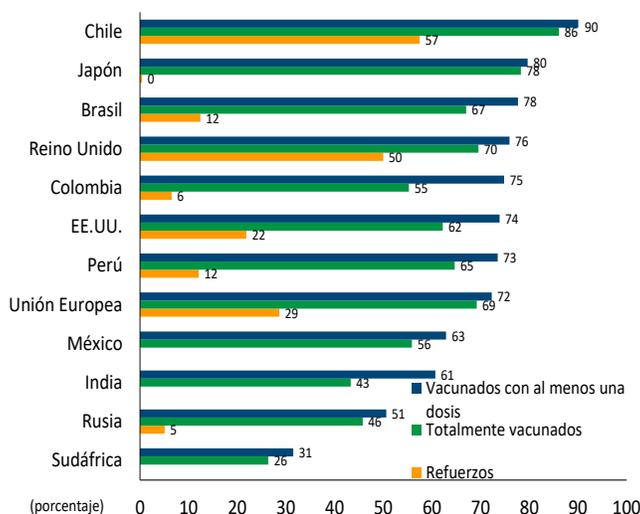
Fuente: Bloomberg, Banrep.

Las variaciones positivas de la tasa de cambio reflejan una apreciación de la misma frente al dólar americano. En EE.UU, la tasa de cambio corresponde al DXY (un aumento corresponde a un fortalecimiento del dólar). Los indicadores de percepción de riesgo en EE.UU. corresponden al Vix y al Move, mientras que en Alemania corresponde al Vstoxx. Las variaciones de las tasas de política, tasas de interés de los bonos soberanos en moneda local y extranjera, CDS a cinco años y EMBI, se presentan en puntos básicos (pb). Los commodities corresponden a petróleo Brent en el caso de Colombia, WTI en el caso de México, cobre en Chile y Perú, y soya en Brasil. Otros EM corresponde a Turquía, Sudáfrica, Rusia, Indonesia, India, Tailandia, China, Malasia, Polonia y República Checa.

hacer a un menor ritmo, en medio de las dificultades iniciales por parte de las farmacéuticas para cumplir con las obligaciones contractuales adquiridas durante 2020. Desde entonces el ritmo de vacunación avanzó de manera importante a nivel global, generando expectativas de que el grueso de la población se encuentre vacunada mucho antes de lo esperado a inicios del año. No obstante, los países que tuvieron un exitoso programa de vacunación no lograron alcanzar la inmunidad de rebaño dada la aparición de nuevas cepas, lo cual requirió que estos países implementaran terceras -e incluso cuartas- dosis de refuerzo unos meses después de culminar el esquema de vacunación completo. Por otro lado, en varias economías avanzadas el ritmo de vacunación disminuyó durante el segundo semestre del año, no por un problema de oferta sino de demanda ante la decisión de no vacunarse por una parte importante de la población dados los efectos secundarios que se evidenciaron en algunas vacunas. Esto llevó a las autoridades a generar estrategias de comunicación, e incluso a adoptar medidas coercitivas con el fin de incrementar la proporción de su población vacunada. De la muestra de países analizados, al cierre de 2021, se destaca que: *i*) la mayoría de las economías analizadas ya han aplicado al menos una dosis a más del 70% de su población; *ii*) la mayoría de los países de Latinoamérica presentan niveles de vacunación similares a los observados en economías desarrolladas; y *iii*) entre el 30% y el 60% de la población de Chile, Reino Unido y la Unión Europea (UE) ya cuenta con al menos una dosis de refuerzo, mientras que en EE.UU, Japón, y las economías emergentes analizadas la proporción es mucho menor (Gráfico 3).

En el Gráfico 4 se evidencia que pese a los avances del proceso de vacunación, las economías avanzadas y emergentes experimentaron varias olas de contagios durante el año, lo cual puso de manifiesto la menor eficacia de algunas vacunas ante nuevas variantes del virus, y la posibilidad de que aparezcan nuevas cepas mientras la población global no alcance los mismos niveles de vacunación observados en las economías avanzadas. No obstante, durante el 4T21 se observó una reducción importante de la mortalidad asociada al COVID-19, lo cual confirmó la eficacia de las vacunas, no tanto para prevenir contagios

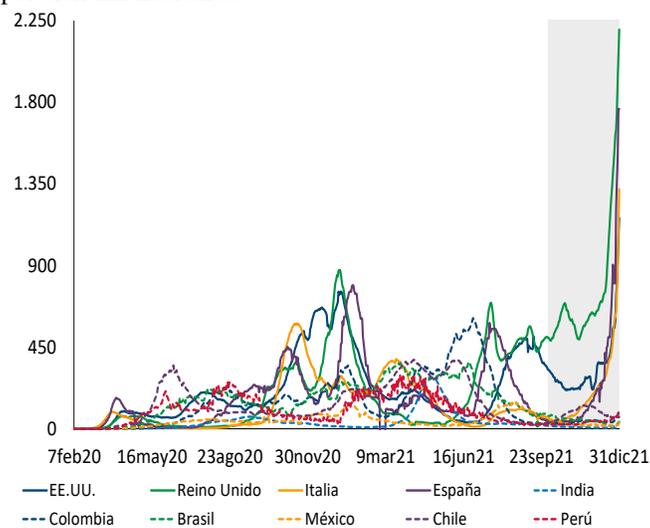
Gráfico 3: Vacunación por cada cien habitantes



Fuente: Our World in Data. Datos al 31 de diciembre de 2021.

como para prevenir la letalidad asociada a estos (Gráfico 5).

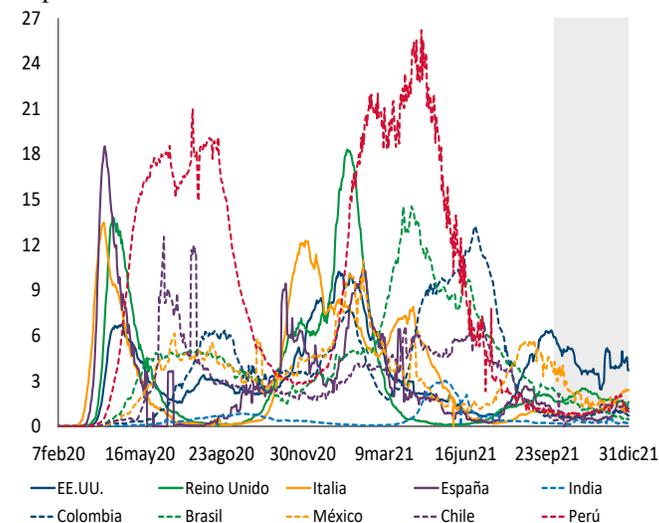
Gráfico 4: Número de nuevos casos semanales de COVID-19 por cien mil habitantes



Fuente: Our World in Data.

El Gráfico 4 también muestra el rápido aumento del ritmo de contagios en economías desarrolladas durante la segunda mitad del 4T21 como consecuencia de la aparición de una nueva variante del COVID-19 (Ómicron). No obstante, los estudios que se han hecho coinciden en su mayoría en que, pese a su mayor nivel de contagio frente a variantes previas, Ómicron presenta una menor letalidad, tal como se evidencia en el Gráfico 5. Pese a su menor letalidad, varias economías, dentro de las que se destacan las europeas y China, adoptaron medidas restrictivas durante el trimestre con el fin de limitar la velocidad de

Gráfico 5: Número de nuevas muertes semanales de COVID-19 por cien mil habitantes



Fuente: Our World in Data.

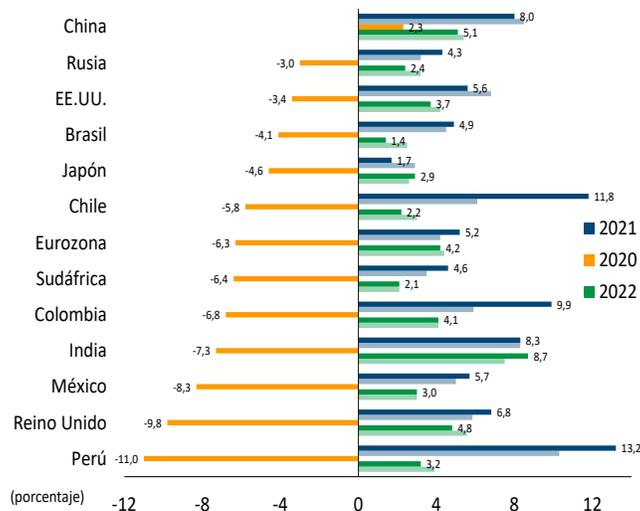
propagación del virus. En este sentido, la evolución de la pandemia continúa siendo uno de los principales determinantes del desempeño de los mercados financieros, y una fuente importante de incertidumbre en los pronósticos de crecimiento que se presentan en la siguiente sección.

### Revisión de las proyecciones de crecimiento económico

Durante el segundo semestre del año la economía global continuó presentando una recuperación económica más rápida de lo proyectado previamente. Lo anterior asociado principalmente con el retiro de las restricciones a la movilidad en varios países a medida que avanzó el proceso de vacunación. No obstante, el rápido aumento de contagios asociados a Ómicron y la posibilidad de que surjan nuevas variantes es un riesgo a la baja para las proyecciones de crecimiento de 2022. Lo anterior se vio reflejado en la actualización más reciente de las proyecciones de crecimiento del Banco Mundial (*Gráfico 6*) para 2021 y 2022 (publicadas el 11 de enero). En estas se destaca: *i*) el aumento de las proyecciones para 2021 en la mayoría de las economías analizadas, a excepción de EE.UU, China y Japón; y *ii*) la reducción de las proyecciones para 2022 en el grueso de la muestra, excepto en India y Japón. Para el caso de EE.UU, la reducción de la proyección para 2021 se explica en buena medida por el rechazo del Congreso al paquete de estímulo fiscal por USD 2 billones (b) propuesto por el Gobierno Biden, mientras que para las economías asiáticas, la reducción se debió a las fuertes medidas adoptadas durante el segundo semestre para contener la pandemia.

Con base en las proyecciones del Banco Mundial y la información observada al 3T21, el *Gráfico 7* ilustra la senda de recuperación económica en EE.UU, la eurozona, Reino Unido y Japón desde el 4T19 hasta el 4T22. En este se observa que EE.UU. recuperó en el 2T21 el nivel de producto observado pre-pandemia, mientras que para la eurozona y Japón se proyecta que lo hayan recuperado al cierre del

Gráfico 6: Crecimiento 2020 y proyecciones de crecimiento del Banco Mundial para 2021 y 2022

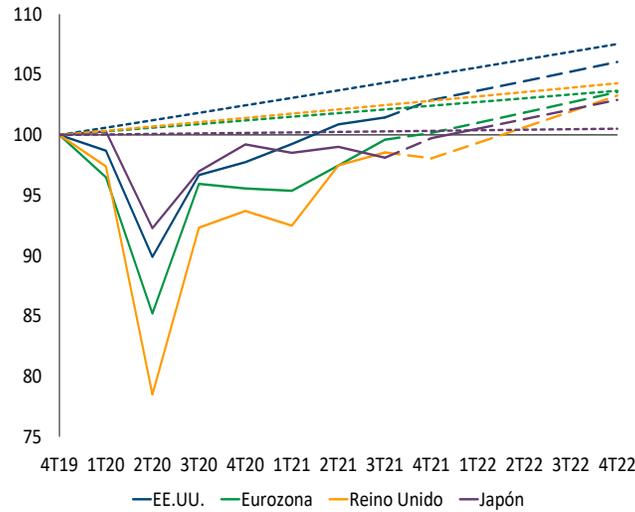


Fuente: Banco Mundial. Las barras más claras corresponden a las proyecciones de junio, y las más oscuras a las proyecciones de enero.

2021. Por su parte, Reino Unido lo recuperaría a mediados de 2022. El Gráfico también ilustra la senda de crecimiento que habrían experimentado estas economías en ausencia de la pandemia, bajo el supuesto que este ritmo de crecimiento corresponde al observado durante los dos años previos a la pandemia (líneas rectas punteadas). Se destaca que a finales del 2022 estas economías ya habrán recuperado dicho nivel de producto, o se habrán ubicado en niveles cercanos.

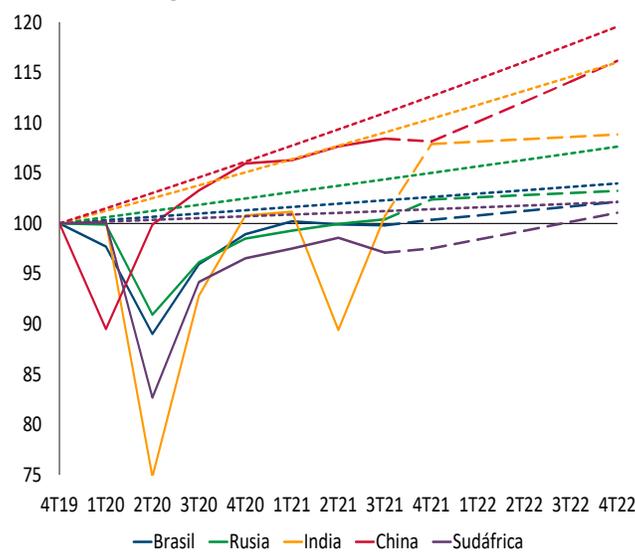
El Gráfico 8 y el Gráfico 9 ilustra la senda de recuperación económica para una muestra de economías emergentes y para Latinoamérica, respectivamente. De manera análoga a lo observado en las economías desarrolladas, se observa que la mayoría de estas economías alcanzaron el mismo nivel de producto observado pre-pandemia al cierre de 2021. Sin embargo, la recuperación sería mucho más moderada durante 2022, de manera que no alcanzarían el nivel de producto que habrían tenido en ausencia de la pandemia. De acuerdo con varios analistas, esta diferencia entre economías avanzadas y emergentes puede estar asociada al papel de la política fiscal y monetaria, la cual fue más ambiciosa en los países desarrollados dadas las menores restricciones en esos países.

**Gráfico 7: Evolución del crecimiento económico en economías avanzadas**



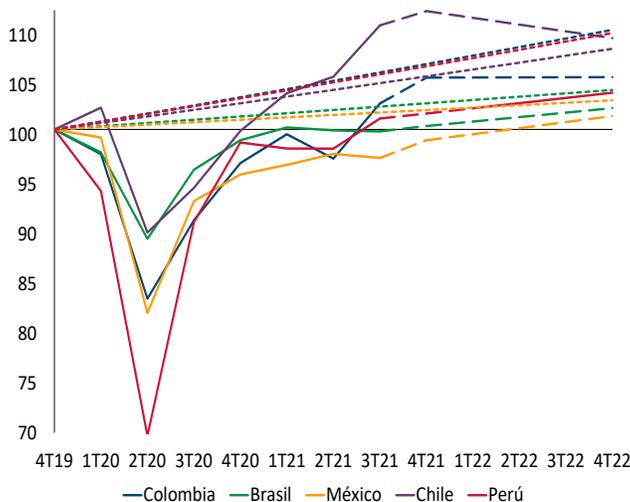
**Fuente:** Banco Mundial. **Cálculos:** Banco de la República.  
 Las líneas punteadas reflejan la senda de crecimiento si las economías hubieran mantenido el ritmo de crecimiento observado entre 2018 y 2019. Las líneas punteadas que siguen a las sólidas reflejan las últimas proyecciones del Banco Mundial.

**Gráfico 8: Evolución del crecimiento económico en algunas economías emergentes**



**Fuente:** Banco Mundial. **Cálculos:** Banco de la República.  
 Las líneas punteadas reflejan la senda de crecimiento si las economías hubieran mantenido el ritmo de crecimiento observado entre 2018 y 2019. Las líneas punteadas que siguen a las sólidas reflejan las últimas proyecciones del Banco Mundial.

Gráfico 9: Evolución del crecimiento económico en Latinoamérica



**Fuente:** Banco Mundial. **Cálculos:** Banco de la República.  
 Las líneas punteadas reflejan la senda de crecimiento si las economías hubieran mantenido el ritmo de crecimiento observado entre 2018 y 2019. Las líneas punteadas que siguen a las sólidas reflejan las últimas proyecciones del Banco Mundial.

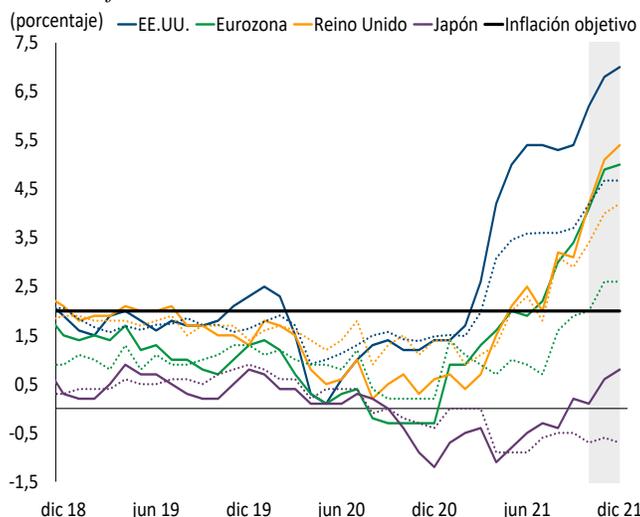
### Retiro del estímulo monetario

Además de los precios más altos de la mayoría de los *commodities*, la inflación aumentó en las economías desarrolladas como consecuencia de las disrupciones de las cadenas globales de suministro y la rápida recuperación económica durante la mayor parte del año. En el Gráfico 10 se observa que tanto la inflación total como la inflación núcleo<sup>1</sup> se ubicó durante buena parte del año por encima de la meta de 2% establecida por los Bancos Centrales de EE.UU. (Fed), la eurozona (BCE) e Inglaterra (BoE), y en niveles no observados en décadas. Lo anterior llevó a un aumento de las expectativas de inflación, y por consiguiente de política monetaria menos expansiva, ante temores de que la inflación permanezca en niveles elevados por un periodo de tiempo superior al estimado previamente, de manera que su carácter no sería transitorio como se esperaba inicialmente.

Por otro lado, las autoridades monetarias, especialmente en EE.UU, han hecho énfasis en que sus decisiones no dependerán solamente del comportamiento de la inflación sino que también deberán ver progresos sustanciales en el frente laboral antes de retirar los estímulos vigentes. En este sentido, el Gráfico 11 muestra que las tasas de desempleo en EE.UU, la eurozona y Reino Unido continuaron presentando durante el 4T21 la tendencia a la baja que mostraron durante todo el año. En el caso de Japón, la inflación no continuó cayendo pero se mantuvo en los niveles más bajos de las economías desarrolladas analizadas. En este contexto, las presiones inflacionarias y el desempeño del mercado laboral justificaron que la mayoría de los bancos centrales en economías desarrolladas comenzaran a retirar el estímulo mon-

<sup>1</sup>Medida de inflación que excluye los artículos más volátiles como alimentos y energía.

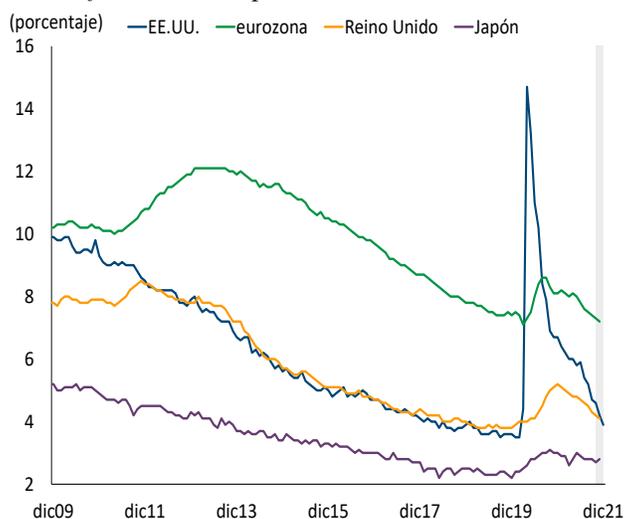
Gráfico 10: Inflación en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg. Las líneas punteadas corresponden a la inflación núcleo.

etario durante el 4T21, mientras que los bancos en economías emergentes empezaron en su mayoría a desmontar estos estímulos desde el 2T21.

Gráfico 11: Desempleo en economías desarrolladas

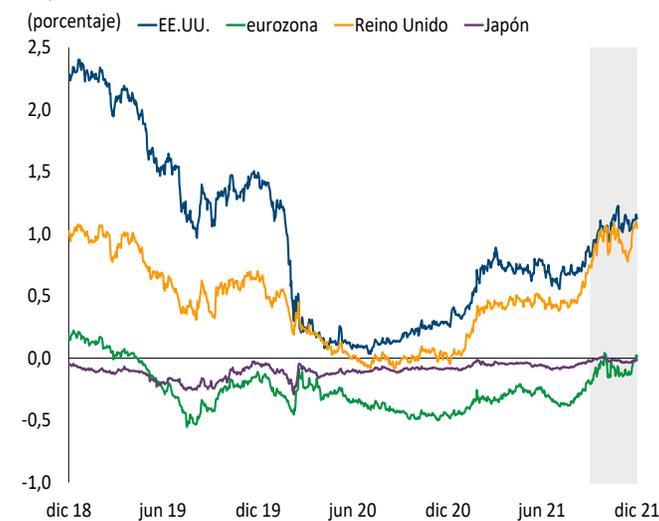


Fuente: Bloomberg. Los datos se encuentran a noviembre, excepto en EE.UU. donde se encuentra a diciembre.

De acuerdo con lo anterior, durante el 4T21 la Fed comenzó a retirar el estímulo monetario implementando durante la pandemia al reducir el ritmo de su programa de compras de activos e indicar que proyecta tres aumentos de 25 pb cada uno del rango de los Fondos Federales durante 2022. Asimismo, el BCE anunció durante el trimestre que comenzaría a reducir su programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) hasta acabarlas por completo en marzo de 2022. Sin embargo,

el BCE indicó que las tasas de interés permanecerían inalteradas más allá de ese año. Por su parte, el BoE aumentó en diciembre su tasa de política en 15 pb a 0,25%. Finalmente, el BoJ anunció la reducción de sus tenencias de papeles comerciales y bonos corporativos. En este sentido, las tasas OIS a cinco años evidencian un aumento de las expectativas de la tasa de política monetaria en estas economías, excepto en Japón, en el mediano plazo (Gráfico 12).

Gráfico 12: Tasas OIS a cinco años en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

### Divergencia de los precios de los *commodities*

Durante el 2021, el precio del petróleo aumentó principalmente por: *i*) las expectativas de un incremento de la demanda como resultado del proceso de vacunación y menores restricciones a la movilidad; *ii*) una menor oferta ya que la producción se mantuvo restringida por parte de los miembros de la OPEP+ y otras interrupciones en el suministro (como el efecto de algunos huracanes, entre ellos el Ida); y *iii*) la disminución del nivel de inventarios mundiales<sup>2</sup>.

En el 4T21, el precio del petróleo mostró un comportamiento volátil y al 31 de diciembre el precio de la referencia WTI aumentó 0,2% y el Brent disminuyó 0,7%. Inicialmente, el precio aumentó y alcanzó máximos desde 2014, impulsado por la decisión de la OPEP+ en octubre de dejar inalterado su esquema de aumento de producción para el resto del año<sup>3</sup> y la expectativa de un incremento en la demanda ante los mayores precios del gas natural y del carbón. Sin embargo, en noviembre, las cotizaciones de crudo disminuyeron significativamente (su mayor caída mensual desde marzo de 2020) como consecuencia de: *i*) las menores perspectivas de demanda a raíz de las nuevas restricciones por Covid-19 en los principales

<sup>2</sup>La Agencia internacional de la energía (AIE) estima que los inventarios mundiales de petróleo han caído durante seis trimestres consecutivos desde el 3T20, disminuyendo a una tasa promedio de 1,4 m de barriles por día en 2021.

<sup>3</sup>En su reunión de octubre, la OPEP+ señaló que se apegaría al pacto existente de aumentar gradualmente la producción de petróleo, con incrementos mensuales de 400 mil barriles diarios.

países europeos y la aparición de la variante Ómicron; *ii*) un exceso de oferta<sup>4</sup>; y *iii*) las declaraciones del presidente de EE.UU. en relación con que su administración estaba buscando formas de reducir los costos de la energía<sup>5</sup>. No obstante, en diciembre, los precios corrigieron nuevamente al alza tras la reunión de la OPEP+, en la cual la alianza mantuvo su esquema de aumento de los suministros en enero de 2022, pero se comprometió a ajustar rápidamente sus planes si la pandemia cambia drásticamente el mercado, junto con las menores preocupaciones sobre la demanda global.

En cuanto a las perspectivas de los precios del petróleo en los próximos dos años, la AIE en sus perspectivas energéticas a corto plazo de inicios del mes de enero incrementó sus estimaciones de precios promedio para 2022 frente a las proyecciones de diciembre e incluyó sus pronósticos para 2023. La agencia estima precios promedio anuales *spot* para el Brent de USD 74,95 dólares por barril (d/b) y USD 67,50 d/b en 2022 y 2023, respectivamente. Para el caso de la referencia WTI, pronostica un precio promedio anual de USD 71,32 d/b y USD 63,50 d/b para estos mismos años. De acuerdo con la AIE, desde hace más de un año, el consumo global de petróleo ha superado a la producción y ha llevado a la disminución de los inventarios mundiales y a los incrementos significativos en los precios. No obstante, la agencia espera que la producción mundial de petróleo supere al consumo global durante 2022 y 2023, lo que dará como resultado un aumento de los inventarios mundiales y ejercerá una presión a la baja en los precios (*Gráfico 13*).

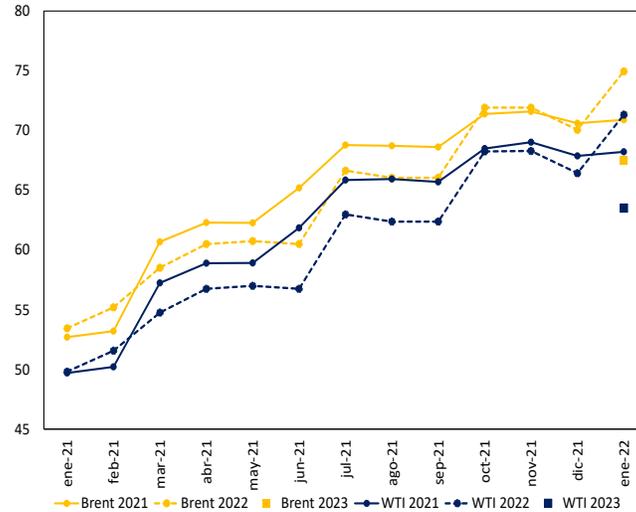
El precio de otras materias primas generadoras de energía como el carbón y gas natural disminuyó durante el 4T21, no obstante, finalizó el año en niveles superiores a los de 2020. En cuanto al carbón, los precios disminuyeron luego de haber alcanzado niveles récord, después de que el planificador estatal chino, la Comisión Nacional de Desarrollo y Reforma, anunciara que iba a implementar medidas para garantizar precios asequibles del *commodity*. Por su parte, el precio del gas natural disminuyó por menores preocupaciones sobre la escasez de suministros, luego que Rusia aumentó su flujo de gas a Europa a través de Polonia y Bielorrusia, y que al inicio el invierno estaba siendo menos fuerte de lo esperado (*Gráfico 14*).

Por otra parte, durante el trimestre se presentaron valorizaciones de los productos agrícolas, metales preciosos y algunos productos industriales. En particular, el precio del cobre presentó una tendencia alcista, debido a la disminución en los inventarios globales como consecuencia de la mayor demanda global y los problemas logísticos en el transporte. Los mayores precios de algunos productos agrícolas como el maíz y la soya estuvieron soportados por los temores de sequía en Latinoamérica. Finalmente, el precio del oro, considerado como activo refugio, aumentó tras cifras de inflación en EE.UU. de octubre y noviembre superiores a las esperadas por el mercado y las preocupaciones iniciales en torno a los efectos de la variante Ómicron (*Gráfico 15*).

<sup>4</sup>Iniciando noviembre, se conoció que las reservas de petróleo crudo de EE.UU. aumentaron más de lo esperado y cifras de la AIE mostraron que EE.UU. liberó aproximadamente 3,1 m de barriles de su Reserva Estratégica de Petróleo (SPR), la mayor liberación en una semana desde julio de 2017. Por otra parte, un reporte de Al Arabiya mostró que la producción de petróleo de Arabia Saudita superaría los 10 m de barriles por día en diciembre, por primera vez desde el inicio de la pandemia.

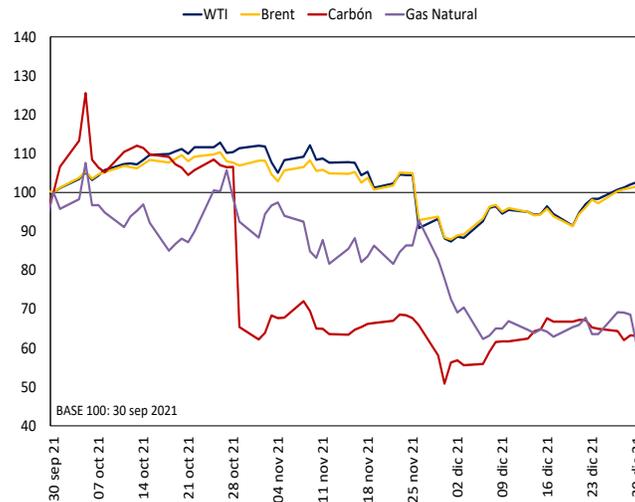
<sup>5</sup>El Gobierno estadounidense pidió a algunos de los mayores países consumidores de petróleo del mundo (como India, Japón o China) que consideraran la posibilidad de liberar sus existencias para reducir los precios. Posteriormente se conoció que EE.UU. liberará 50 m de barriles de su reserva de emergencia, de los cuales 18 m serán ventas preaprobadas, mientras que 32 m se dejarán para los próximos meses.

Gráfico 13: Pronósticos del precio *spot* promedio anual WTI y Brent



**Fuente:** Short-Term Energy Outlook (STEO) de la AIE. A partir del enero de 2022 la AIE incorporó pronósticos para 2023. Los últimos valores corresponden al STEO de enero de 2022.

Gráfico 14: Cambio en los precios de productos generadores de energía

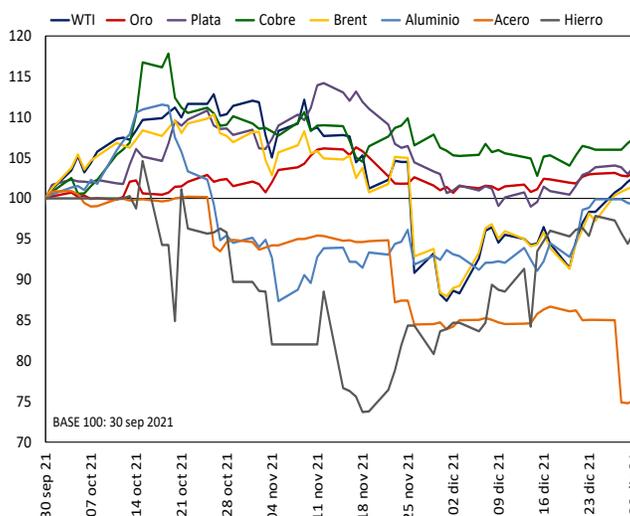


**Fuente:** Bloomberg.

### Eventos generadores de incertidumbre

En este contexto de presiones inflacionarias y retiro del estímulo monetario a nivel global, los indicadores

Gráfico 15: Cambio en los precios de productos básicos



Fuente: Bloomberg.

de percepción de riesgo como el *Vix*<sup>6</sup> y el *Vstox*<sup>7</sup> presentaron una alta volatilidad como consecuencia de: *i*) las noticias asociadas con la variante Ómicron; *ii*) el impago de los intereses de deuda de varias compañías inmobiliarias chinas; *iii*) las tensiones geopolíticas entre EE.UU. y China en torno al futuro de Taiwan, la región de Xinjiang, y la prohibición por parte de EE.UU. a varias compañías chinas de operar en territorio estadounidense; y *iv*) el rechazo del Congreso al paquete de estímulo fiscal por USD 2 b propuesto por el Gobierno Biden. Por último, el *Move*<sup>8</sup> presentó una alta volatilidad, en línea con la volatilidad observada en las tasas de los Tesoros de EE.UU. en medio del cambio de las expectativas de política monetaria e inflación durante el trimestre (*Gráfico 16*).

Durante el 2021 los CDS a 5 años de los países de la región aumentaron, en línea con el retiro del estímulo monetario a nivel global, así como con algunos factores locales dentro de los que se destaca el menor grado de vacunación a inicios del año y la incertidumbre política. En cuanto al 4T21, las primas de riesgo de la mayoría de los países de la región analizados disminuyeron, especialmente a finales del periodo, con la menor aversión al riesgo global generada tras las noticias de que la cepa Ómicron tiene un menor impacto frente a otras variantes de COVID-19. Así, al cierre del trimestre, el CDS a 5 años disminuyó 30 pb en Perú, 17 pb en Chile, 12 pb en México y 1 pb en Brasil; mientras que aumentó 36 pb en Colombia (*Gráfico 17*, ver *Percepción de riesgo a nivel local*). Por otra parte, el EMBI<sup>9</sup> aumentó 46

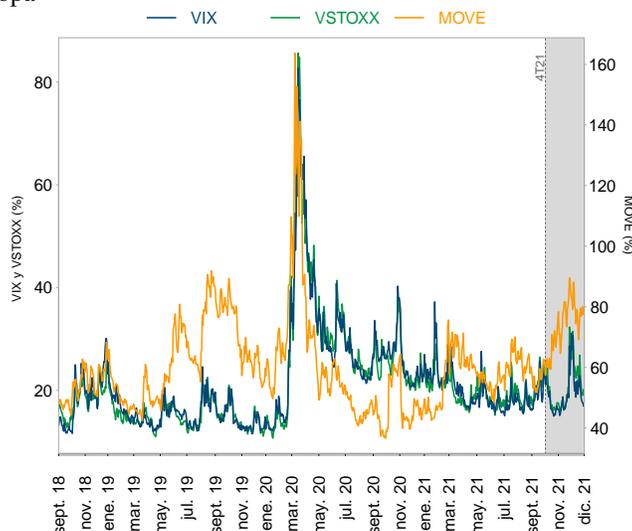
<sup>6</sup>El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a 30 días sobre el índice bursátil *S&P 500*.

<sup>7</sup>El *Vstox* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a 30 días sobre el índice bursátil *EuroStoxx 50*.

<sup>8</sup>El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a 30 días sobre los Tesoros.

<sup>9</sup>El EMBI (*Emerging Markets Bonds Index* o Indicador de Bonos de Mercados Emergentes) es un indicador de riesgo país calculado por JP Morgan. Consiste en la diferencia (expresada en puntos básicos -pb-) entre la tasa de interés que pagan los títulos de renta fija en dólares, emitidos por países emergentes en los mercados internacionales, y la tasa de interés de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, considerados estos últimos como activos libres de riesgo. Un incremento de este indicador refleja mayor riesgo de crédito del país emisor.

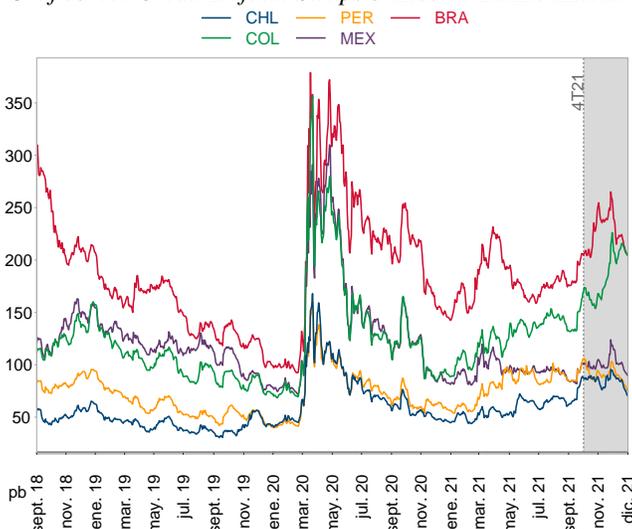
Gráfico 16: Índices de percepción de riesgo en EE.UU. y Europa



Fuente: Bloomberg.

pb en Colombia y 3 pb en Chile, y disminuyó 8 pb en Perú, 5 pb en México y 1 pb en Brasil. (Gráfico 18).

Gráfico 17: Credit Default Swaps 5 años de Latinoamérica

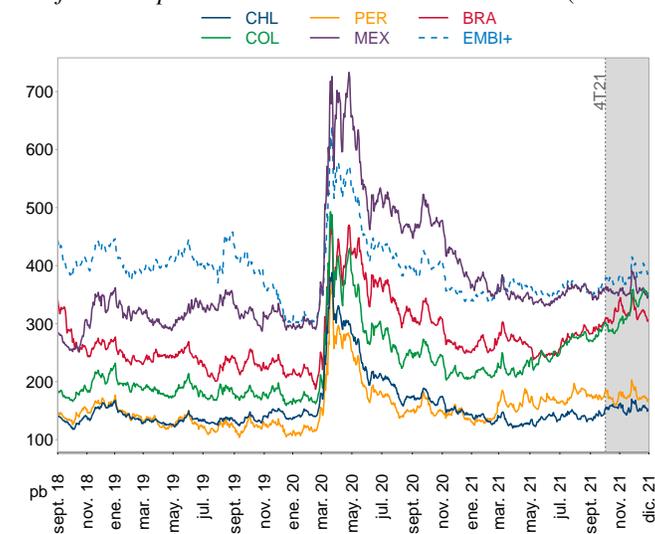


Fuente: Bloomberg.

A pesar de la disminución de las primas de riesgo de la mayoría de los países de la región, durante el 4T21 algunos activos financieros se vieron afectados por eventos idiosincráticos. En Chile, la incertidumbre política y económica estuvo asociada con: *i*) la discusión sobre la cuarta ronda de retiros de ahorros pensionales, que finalmente fue rechazada por el Senado y la Cámara Baja<sup>10</sup>; *ii*) el resultado de las elecciones

<sup>10</sup>En noviembre, el Senado rechazó la ley del cuarto retiro de ahorros pensionales, por lo cual el proyecto se llevó a una

Gráfico 18: Spreads deuda soberana Latinoamérica (EMBI+)



Fuente: Bloomberg.

presidenciales, donde el candidato de izquierda, Gabriel Boric, obtuvo la victoria; y *iii*) la incertidumbre en torno al tipo de administración que implementará Boric.

En el caso de Brasil, se destacan: *i*) las preocupaciones iniciales en torno a la falta de soluciones definitivas para el estancamiento presupuestario de 2022 entre el Gobierno y el Congreso<sup>11</sup>; y *ii*) la incertidumbre fiscal asociada a la posible ruptura del límite del gasto ante la iniciativa inicial del Gobierno de expandir el programa de asistencia social “Bolsa Familia” y la enmienda constitucional que buscaba abrir espacio a un gasto adicional con el fin de financiar principalmente el nuevo programa social “Auxilio Brasil”.

En México, se generó incertidumbre en relación con la aprobación del Presupuesto de Egresos de la Federación (PEF) para el ejercicio fiscal 2022, ya que según analistas debilita la disciplina presupuestaria porque abre la puerta a los déficits primarios y al endeudamiento. Así mismo, hubo incertidumbre en torno a la independencia del Banco Central, después que el presidente, Andrés Manuel López Obrador, revocó el nombramiento del exministro de Finanzas Arturo Herrera para liderar el Banco y en su reemplazo propuso a la subsecretaria de Hacienda, Victoria Rodríguez.

Por último, en Perú, se destaca la incertidumbre política y económica a finales del trimestre ante: *i*) la intención de algunos legisladores de destituir al presidente Castillo (quienes finalmente no consiguieron

instancia de mediación con la Cámara de Diputados. Posteriormente, a inicios de diciembre, la Cámara Baja rechazó la propuesta, con 89 votos a favor y 29 en contra, 4 votos por debajo de los requeridos para su aprobación.

<sup>11</sup>Hasta finales diciembre, el Congreso aprobó el proyecto de ley de presupuesto ampliado para 2022 que incluye más fondos para campañas electorales y salarios policiales y BRL 89.000 m (USD 15.600 m) para el programa Auxilio Brasil del presidente Jair Bolsonaro. La aprobación de un aumento salarial para los policías generó descontento entre los servidores públicos que no estaban igualmente contemplados, por lo cual alrededor de 500 oficiales de la agencia nacional de impuestos y aduanas renunciaron de manera masiva.

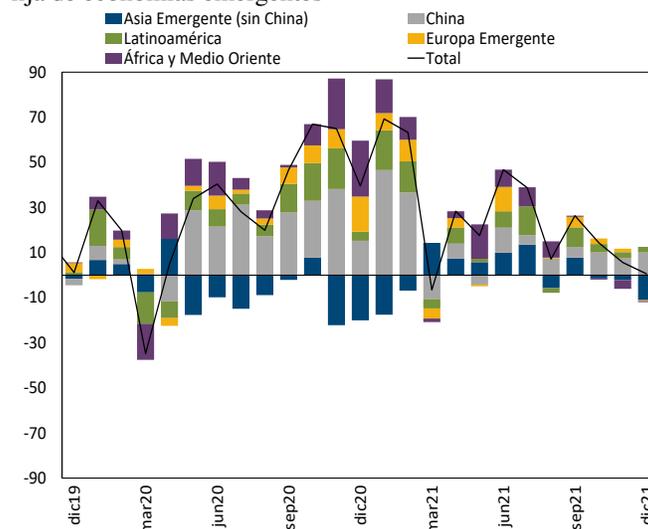
los votos necesarios en la moción inicial); *ii*) la iniciativa del Gobierno de aumentar los impuestos a las compañías mineras; y *iii*) las protestas en inmediaciones de la mina las Bambas, una de las minas de cobre más grandes del mundo.

En este contexto, al analizar los flujos de capital de portafolio hacia los mercados emergentes y hacia la región, de acuerdo con cifras preliminares publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por sus siglas en inglés), en el año se observaron entradas de portafolio totales hacia los mercados emergentes por USD 381 miles de millones (mm), similares a las entradas de 2020 (USD 383 mm) y de las cuales 55% se concentraron en China. De acuerdo con el IIF, la inversión extranjera en acciones y bonos de mercados emergentes por fuera de China ha estado afectada por las preocupaciones en relación con la recuperación económica de estas economías, la aparición de nuevas variantes de Covid-19 y las expectativas de un dólar más fuerte y tasas de interés más altas en EE.UU.

En particular, en el último trimestre se observó una disminución en las entradas de portafolio totales frente al trimestre anterior. Durante el 4T21 se presentaron entradas netas de USD 48,9 mm (en el 3T21 se reportaron entradas de USD 76,6 mm), las menores entradas trimestrales del 2021. Estas entradas se explican por: *i*) USD 28,4 mm de entradas al mercado accionario; y *ii*) USD 20,5 mm de entradas al mercado de deuda (Gráficos 19 y 20).

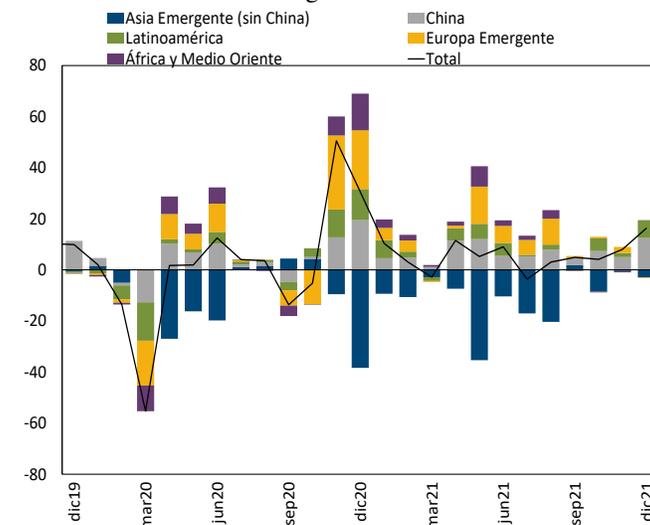
De los flujos observados en el trimestre, China tuvo las mayores entradas totales de capital de portafolio por un total de USD 52,8 mm, mientras que Asia emergente (sin China) presentó salidas por USD 26,6 mm. Por su parte, Latinoamérica tuvo las segundas mayores entradas netas por un valor de USD 22,2 mm, que se explican por USD 13,6 mm y USD 8,6 mm de entradas al mercado de renta variable y renta fija, respectivamente.

Gráfico 19: Flujos de capital extranjero en el mercado de renta fija de economías emergentes



Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

Gráfico 20: Flujos de capital extranjero en el mercado de renta variable de economías emergentes



Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

Con la información del IIF desagregada por países<sup>12</sup>, para los países de la región se presentaron los siguientes flujos de inversión de portafolio durante octubre y noviembre: *i)* Brasil: entradas de USD 1,3 mm y USD 0,8 mm al mercado de deuda y accionario, respectivamente<sup>13</sup>; *ii)* México: salidas del mercado de deuda y mercado accionario por USD 3,6 mm y USD 0,9 mm, respectivamente<sup>14</sup>. En el caso de Chile, únicamente se tiene información para octubre: entradas de USD 3,3 mm y USD 0,3 mm al mercado de deuda y mercado accionario, respectivamente<sup>15</sup>. Con información de la balanza cambiaria del Banco de la República, en Colombia en el trimestre se presentaron salidas de inversión extranjera de portafolio de USD 1,4 mm<sup>16</sup>.

Al evaluar los flujos diarios de inversión de portafolio a economías emergentes del IIF<sup>17</sup> se observa que

<sup>12</sup>Estas cifras corresponden a las compras netas de acciones y bonos de mercados emergentes por parte de no residentes y es una aproximación de los flujos de portafolio medidos en la balanza de pagos. No obstante, de acuerdo con el IIF, las cifras mensuales a nivel de país deben interpretarse con cuidado, ya que podrían no coincidir totalmente con las cifras oficiales reportadas en las balanzas de pagos trimestrales.

<sup>13</sup>En Brasil para diciembre se tiene información de entradas por USD 2,6 mm del mercado de renta variable y no hay información disponible para el mercado de renta fija. Con esta información preliminar, durante el 2021 este país presentó entradas totales por USD 26 mm a los mercados de deuda y accionario.

<sup>14</sup>En México para diciembre se tiene información de entradas de USD 2,0 mm al mercado de renta fija y no hay información disponible para el mercado de renta variable. Con esta información preliminar, durante el 2021 este país presentó salidas totales por USD 18 mm de los mercados de deuda y accionario.

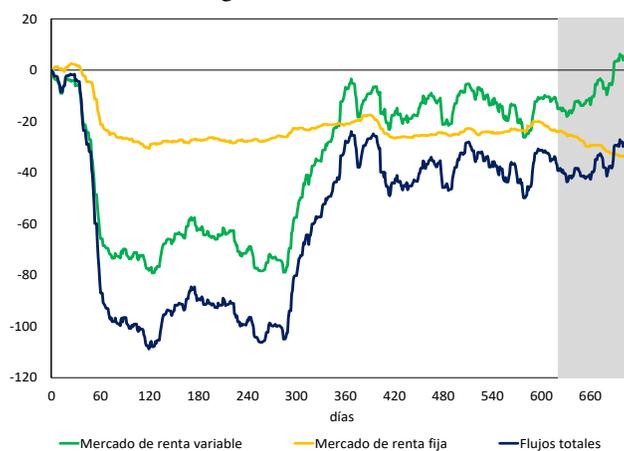
<sup>15</sup>Con esta información preliminar, durante el 2021 Chile presentó entradas totales por USD 30 mm a los mercados de deuda y accionario.

<sup>16</sup>Durante el 2021 Colombia presentó entradas totales de inversión de portafolio extranjera por USD 0,11 mm.

<sup>17</sup>Los flujos diarios del IIF cubren un grupo de países más pequeño que los flujos mensuales. Para estos últimos se tienen en cuenta variables adicionales para estimar los flujos, incluidos los datos de emisiones, una medida de la aversión al riesgo de los inversionistas y una medida de las expectativas del mercado en relación con la política futura de la Fed.

en el 4T21 los flujos totalizaron entradas por USD 13,5 mm aproximadamente, explicadas por flujos positivos hacia el mercado de renta variable (USD 24,9 mm), mayores a las salidas del mercado de renta fija (USD 11,4 mm). Así, desde el inicio de la pandemia al cierre del 2021 se han acumulado salidas por un total de USD 23,4 mm (Gráfico 21).

Gráfico 21: Flujos diarios acumulados de inversión de portafolio a economías emergentes



Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

Flujos acumulados de portafolio de no residentes a economías emergentes hasta 711 días después de la fecha que se toma como inicio de la pandemia de Covid-19, 21-ene-20)

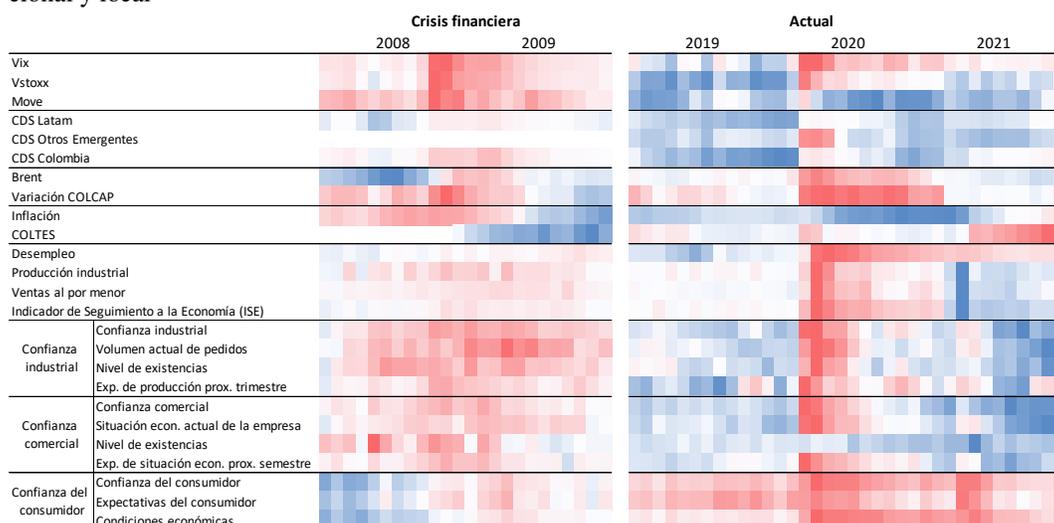
## 4 Percepción de riesgo a nivel local

Durante el 2021, la percepción de riesgo a nivel local presentó un comportamiento mixto. Por un lado, los CDS y los índices EMBI presentaron aumentos importantes, asociados principalmente con: *i*) las protestas que tuvieron lugar durante el 2T21 como respuesta a la propuesta de ajuste fiscal del Gobierno y que llevó a este último a retirarla y proponer posteriormente una reforma menos ambiciosa; *ii*) relacionado con lo anterior, la decisión de Fitch Ratings el 1 de julio de retirar el grado de inversión del país en moneda local y extranjera, la cual se sumó a la que tomó S&P Global el 19 de mayo<sup>18</sup>; *iii*) la cercanía de las elecciones legislativas y presidenciales que se llevarán a cabo durante el primer semestre de 2022; *iv*) las presiones inflacionarias, las cuales llevaron al Banrep a comenzar en septiembre un ciclo de aumentos de tasas de interés; y *v*) la ampliación importante de los déficits fiscal y de cuenta corriente (déficits gemelos) frente a los niveles previos al comienzo de la pandemia. Por otro lado, las cifras de confianza y actividad económica publicadas durante el año sorprendieron al mercado al dejar en evidencia una resiliencia importante de la economía colombiana, lo que llevó a los analistas del mercado a aumentar continuamente sus proyecciones de crecimiento para 2021.

<sup>18</sup>El 19 de mayo S&P Global redujo en un nodo la calificación del país en moneda local a BBB- (grado de inversión) y en moneda extranjera a BB+ (grado especulativo).

En el 4T21, la percepción de riesgo a nivel local continuó presentando el mismo comportamiento observado durante el año. Por un lado, unos mayores niveles del CDS y de los índices EMBI relacionados con los altos déficits gemelos y la mayor incertidumbre en el frente electoral, inflacionario y de política monetaria. Por otro lado, unas cifras de confianza y actividad económica que continuaron soportando revisiones al alza de las estimaciones de crecimiento para 2021. El *Gráfico 22* resume el comportamiento de los principales indicadores de confianza a nivel local y global, donde se destaca: *i*) la mejora del indicador de confianza del consumidor y la estabilidad en niveles altos de la confianza empresarial; *ii*) el aumento del CDS a cinco años del país durante el trimestre, por encima de lo observado en varios países emergentes y en los demás países de la región; y *iii*) las mayores presiones inflacionarias, las cuales han incidido de manera negativa sobre el índice de desempeño de la deuda pública colombiana (COLTES).

*Gráfico 22:* Mapa de calor de variables macroeconómicas y de percepción de riesgo a nivel internacional y local



**Fuente:** Bloomberg, DANE, BVC y Banrep. **Cálculos:** Banrep.

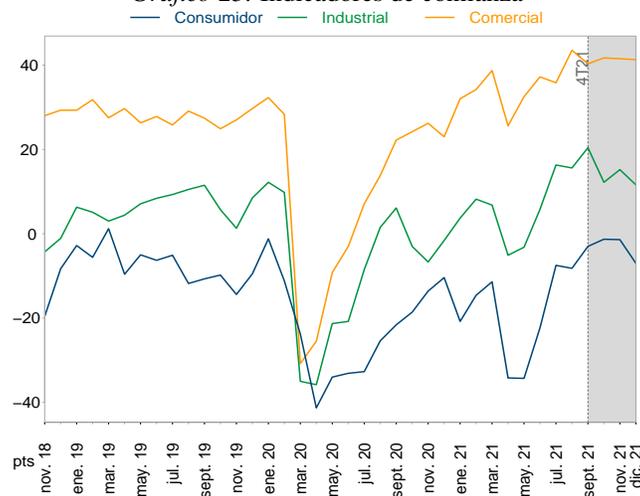
Se presenta un histórico de las variables. Una celda blanca representa que la variable se encuentra en el promedio histórico, una celda azul representa un nivel más favorable que el promedio, mientras que una celda roja presenta un nivel menos favorable.

En el *Gráfico 23* se presentan los índices de confianza de consumidores, industriales y comerciantes que produce Fedesarrollo<sup>19</sup>. Se observa una continuación de la recuperación del indicador de confianza del consumidor durante octubre y noviembre, y una disminución en diciembre, el cual se explica por un deterioro tanto de la percepción de las condiciones económicas actuales así como de sus expectativas. Por su parte, la confianza industrial presentó una corrección a la baja, luego de alcanzar en julio niveles no observados desde febrero de 2007, pero se mantuvo en niveles similares a los observados previo al comienzo de la pandemia. Finalmente, la confianza comercial también presentó una leve corrección a la baja, aunque se mantuvo en niveles históricamente altos luego de alcanzar un máximo histórico durante agosto<sup>20</sup>.

<sup>19</sup>Los índices de confianza son indicadores de difusión, es decir, a partir de preguntas cualitativas se obtiene un balance sobre las personas que esperan una mejora frente a las que esperan un deterioro. El valor crítico del índice es cero, por lo que valores positivos reflejan optimismo y valores negativos reflejan pesimismo.

<sup>20</sup>La serie de confianza industrial y comercial se encuentra disponible desde enero de 1980.

Gráfico 23: Indicadores de confianza



Fuente: Fedesarrollo.

Durante el 4T21 se publicaron cifras de crecimiento anual de la producción manufacturera, ventas al por menor e Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) de agosto, septiembre y octubre, que se ubicaron en dos dígitos en su mayoría y evidenciaron una recuperación gradual de la actividad económica. En agosto, la producción manufacturera sorprendió al alza al mercado (obs: 22,9% a/a; esp: 18,5%), mientras que durante septiembre (obs: 15,5%; esp: 16%) se ubicó en línea con lo esperado, y en octubre (obs: 10,1%; esp: 13%) creció por debajo de lo estimado por el mercado. De manera similar, las ventas al por menor registraron un crecimiento superior al proyectado por los analistas durante agosto (obs: 32% a/a; esp: 26,4%), inferior durante septiembre (obs: 15,3%; esp: 19%) y en línea con lo esperado durante octubre (obs: 14,2%; esp: 14,2%). Por último, el ISE creció por encima de lo anticipado por los analistas durante septiembre (obs: 12,9% a/a; esp: 11,5%), y por debajo durante agosto (obs: 13,2%; esp: 15,5%) y octubre (obs: 9,3%; esp: 10,5%).

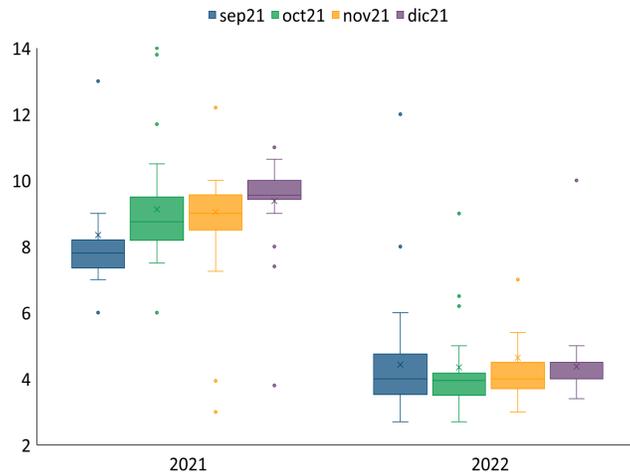
En la Encuesta de Opinión Financiera<sup>21</sup> se observó que entre septiembre y diciembre, las expectativas de crecimiento de Colombia para 2021 aumentaron de 7,8% a 9,55%, mientras que para 2022 se mantuvieron estables en 4% (Gráfico 24). Respecto a las expectativas de inflación, estas también aumentaron al pasar de 4,74% a 5,29% para 2021, y de 3,56% a 3,90% para 2022 (Gráfico 25). Finalmente, la inflación sorprendió al mercado al cerrar 2021 en 5,62%.

Durante el 4T21, los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES disminuyeron para los plazos inferiores a cinco años<sup>22</sup>. Al realizar las comparaciones de los valores promedio del *spread* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES durante el 4T21, frente al promedio del 3T21, también se observó una reducción para los plazos inferiores a cinco años. En general, las disminuciones del promedio de los *spreads* se explican por aumentos de las tasas los TES superiores a

<sup>21</sup>Realizada por Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia.

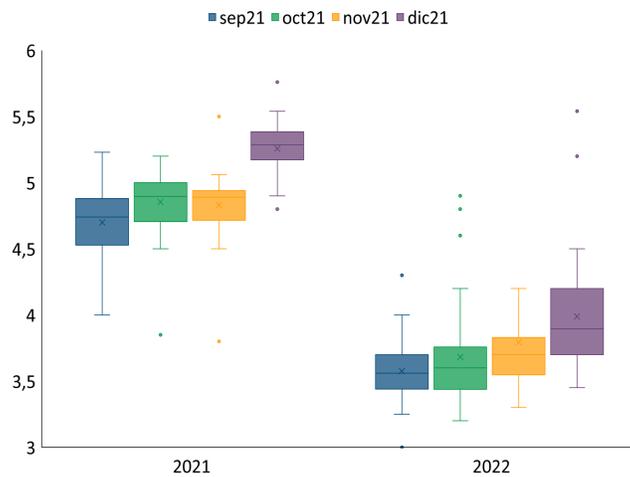
<sup>22</sup>En particular, para plazos inferiores a 1 año: -72 pb, entre 1 y 3 años: -31 pb, entre 3 y 5 años: -73 pb y 5 años o más: +32 pb.

Gráfico 24: Expectativas de crecimiento (EOF)



**Fuente:** Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** DOAM.  
 La línea del centro de la caja representa la mediana. La x representa el promedio. La caja incluye el 50% de los datos.

Gráfico 25: Expectativas de inflación (EOF)

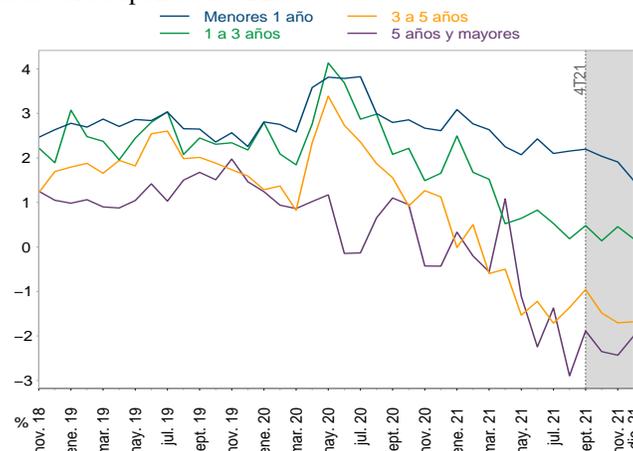


**Fuente:** Fedesarrollo y BVC. **Cálculos:** DOAM.  
 La línea del centro de la caja representa la mediana. La x representa el promedio. La caja incluye el 50% de los datos.

los aumentos de las tasas de la cartera preferencial, mientras que el aumento del promedio de los *spreads* a más de cinco años se explica por aumentos de las tasas de la cartera preferencial por encima de las de los TES<sup>23</sup> (Gráfico 26 y Gráfico 27).

<sup>23</sup>En particular, para plazos inferiores a 1 año: -34 pb, entre 1 y 3 años: -14 pb, entre 3 y 5 años: -28 pb y 5 años o más: +14 pb.

Gráfico 26: Spread entre las tasas activas preferenciales y las tasas cero cupón de los TES



Fuente: Banrep.

Gráfico 27: Spread crediticio - tasas de tesorería a 30 días y tasa TES 30 días



Fuente: Banrep.

## 5 Mercado cambiario

### 5.1 Mercado cambiario global

Durante el 2021 el dólar se fortaleció frente a la mayoría de las monedas de sus pares desarrollados y monedas de países emergentes. Los principales factores que soportaron el comportamiento del dólar fueron: *i*) un aumento de la percepción de riesgo a nivel global ante el surgimiento de nuevas cepas y el aumento de nuevos casos de Covid-19, así como las medidas de confinamiento impuestas en varias partes del mundo; *ii*) la incertidumbre inicial frente al proceso de vacunación; *iii*) las expectativas de

una rápida recuperación económica en EE.UU. que vendría acompañada de presiones inflacionarias; y *iv*) las expectativas de una reducción anticipada del estímulo monetario por parte de la Reserva Federal y otros bancos centrales de países desarrollados. A pesar del aumento del precio de los *commodities*, las monedas de los países de la región analizados se depreciaron en línea con el fortalecimiento del dólar e influenciadas además por factores idiosincráticos.

En comparación con el 3T21, durante el 4T21 el dólar estadounidense se fortaleció frente a la mayoría de monedas de países desarrollados (de acuerdo con el DXY<sup>24</sup>, el dólar se fortaleció 1,8%) y monedas de emergentes y su comportamiento puede dividirse en los siguientes dos periodos: *i*) hasta inicios de noviembre, el dólar presentó pocas variaciones en medio de factores mixtos<sup>25</sup>; y *ii*) a partir de la segunda semana de noviembre, el dólar se fortaleció y el índice DXY alcanzó su nivel más alto desde julio de 2020, soportado por las mayores expectativas de una política monetaria más restrictiva por parte de la Reserva Federal, la decisión del presidente Biden, de ratificar a Jerome Powell como presidente de la Fed por un segundo término<sup>26</sup> y una mayor percepción de riesgo generada por los factores internacionales anteriormente mencionados (*Cuadro 1 y Gráfico 28*).

La mayoría de las monedas de países emergentes y de la región siguieron el comportamiento del dólar y se vieron presionadas además por factores idiosincráticos, dentro de los que se destaca la incertidumbre política y los resultados de actividad económica menores a lo esperado. Adicionalmente, el sentimiento hacia emergentes estuvo afectado por el fuerte debilitamiento de la lira turca (47,9%), moneda que alcanzó máximos históricos como consecuencia de la continua presión del Gobierno al Banco Central (CBRT) para disminuir la tasa de interés, a pesar de las preocupaciones en torno al aumento de la inflación, los recortes de la tasa de política (TPM) por parte CBRT<sup>27</sup> y un incremento de la incertidumbre política<sup>28</sup>. De esa forma, el Latam Currency Index (LACI<sup>29</sup>) reflejó una depreciación de 1,4% de sus

<sup>24</sup>Índice que compara la divisa estadounidense con seis monedas principales. El euro (EUR) pondera 57,6%; el yen japonés (JPY) 13,6%; la libra esterlina (GBP) 11,9%; el dólar canadiense (CAD) 9,1%; la corona sueca (SEK) 4,2% y el franco suizo (CHF) 3,6%.

<sup>25</sup>Entre los factores que fortalecieron marginalmente al dólar se destacan: las mayores expectativas inflacionarias, preocupaciones sobre la posibilidad de que los elevados niveles de inflación persistan por un tiempo mayor al esperado y cifras de empleo de EE.UU. de octubre mejores a las esperadas (creación de 531 mil nóminas no agrícolas, ant: 312 mil, esp: 450 mil). Entre los factores que debilitaron marginalmente la moneda se destacan: un mayor optimismo del mercado generado por la noticia favorable con respecto al pago de un cupón de un bono emitido en dólares por parte de Evergrande, en octubre a sus acreedores internacionales con el que la compañía evitó caer en incumplimiento y el crecimiento del PIB del tercer trimestre de EE.UU. en un nivel menor al pronosticado (crecimiento de 2,0% t/t anualizado, ant: 6,7% t/t anualizado, esp: 2,6% t/t anualizado).

<sup>26</sup>Quien es visto como más *hawkish* que Lael Brainard.

<sup>27</sup>En su junta de octubre, el Banco Central de la República de Turquía (CBRT) redujo su tasa de política monetaria (TPM) en 200 pb a 16%, mientras que el mercado esperaba una reducción de 100 pb. En su junta del 18 de noviembre, el CBRT redujo su TPM en 100 pb a 15%, en línea con lo proyectado por los analistas. Finalmente, en su reunión del 16 de diciembre, el BCBRT redujo su tasa de política monetaria en 100 pb a 14%, en línea con lo esperado por el mercado.

<sup>28</sup>Tras la decisión del presidente Erdogan de destituir a varios miembros del comité de política monetaria del CBRT y de reemplazar al ministro de Hacienda y Finanzas, Lutfi Elvan (quien se oponía a los recortes de TPM), por Nureddin Nebati, quien ha sido viceministro de Finanzas desde 2018.

<sup>29</sup>El índice recoge el comportamiento de las principales monedas latinoamericanas frente al dólar, en paréntesis se muestra la participación de cada moneda en el índice: el real brasileño (33%), el peso mexicano (33%), el peso chileno (12%), el peso

Cuadro 1: Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense

País	4T 2021	2021	País	4T 2021	2021
<b>Monedas Principales</b>			<b>Asia</b>		
eurozona	2,3%	8,6%	Corea del Sur	0,4 %	9,4%
Gran Bretaña	-0,2%	0,9%	India	0,2%	1,5%
Australia	-0,4%	5,9%	Hong Kong	0,2%	0,6%
Nueva Zelanda	1,0%	5,4%	China	-1,1%	-2,3%
Canadá	0,5%	-0,1%	Malasia	-0,2%	3,5%
Suecia	3,2%	10,3%	Tailandia	-1,0%	11,4%
Suiza	-1,9%	3,7%	Indonesia	-0,3%	1,6%
Japón	3,4%	11,5%	1/ADXY	-0,5%	1,3%
<b>Latinoamérica</b>			<b>Otros</b>		
Colombia	4,3%	15,9%	Islandia	-0,1%	2,7%
Brasil	2,3%	7,3%	Rusia	2,6%	0,4%
México	-0,9%	2,8%	Polonia	1,9%	8,8%
Argentina	4,1%	22,1%	Turquía	47,9%	78,1%
Perú	-3,5%	10,2%	Israel	-3,5%	-3,2%
Chile	5,0%	19,5%	Sudáfrica	5,7%	9,0%
1/LACI	1,4%	9,6%			

Fuente: Bloomberg.

Nota: Un valor positivo indica una depreciación y un valor negativo una apreciación.

Los índices ADXY y LACI se muestran como 1/índice debido a que un aumento de las series originales indica apreciación. Así, un valor positivo de 1/índice indica una depreciación de su canasta de monedas.

canastas de monedas frente al dólar durante el trimestre (*Gráfico 29*).

En la región se depreciaron el peso chileno (5,0%), el peso colombiano (4,3%) y el real brasileño (2,3%); mientras que el sol peruano y el peso mexicano se apreciaron (3,5% y 0,9%, respectivamente). A continuación, se presentan los principales factores idiosincráticos que influyeron en el comportamiento de las monedas de la región:

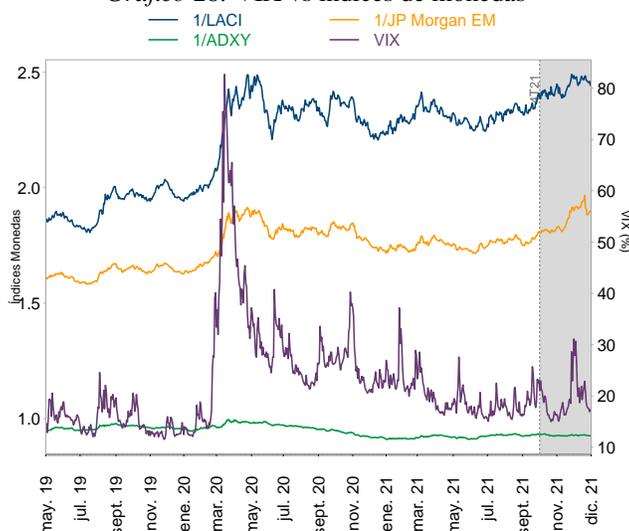
El peso chileno registró la mayor depreciación de la región. Hasta inicios de noviembre la moneda presentó un comportamiento volátil en medio de factores divergentes entre los cuales se destacan el incremento del precio del cobre y el trámite de la ley del cuarto retiro de ahorros pensionales, que finalmente fue rechazada por el Senado. Posteriormente, el peso se debilitó debido a: *i*) la incertidumbre en torno a las elecciones presidenciales en primera vuelta del 21 de noviembre; *ii*) la publicación del crecimiento del PIB del tercer trimestre por debajo del esperado por el mercado<sup>30</sup>; y *iii*) la victoria presidencial de Gabriel Boric (el candidato de izquierda) en las elecciones en segunda vuelta de diciembre.

El real brasileño se debilitó principalmente como consecuencia de: *i*) las dificultades en la aprobación del

argentino (10%), el peso colombiano (7%) y el sol peruano (5%).

<sup>30</sup>El PIB de tercer trimestre avanzó 17,2% a/a impulsado por el consumo de los hogares (ant: 18,1% a/a, esp: 17,6% a/a) y 4,9% t/t (ant: 1,0% t/t), por debajo de las expectativas del mercado.

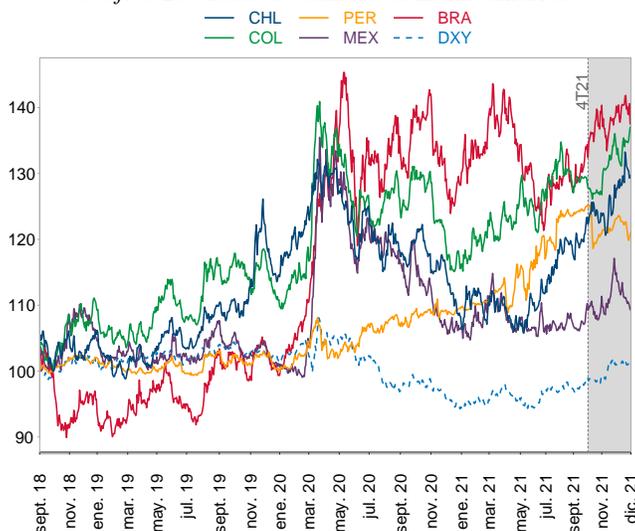
Gráfico 28: VIX vs índices de monedas



Fuente: Bloomberg.

**Nota:** Los índices ADXY, LACI y JP Morgan EM se muestran como 1/índice debido a que un aumento de las series originales indica apreciación. Así, un incremento de las series 1/índice indica una depreciación de sus canastas de monedas.

Gráfico 29: Tasas de cambio de Latinoamérica



Fuente: Bloomberg. Base 100: 28 de septiembre de 2018.

proyecto de ley de presupuesto 2022; *ii*) la incertidumbre fiscal asociada a la posible ruptura del límite del gasto; *iii*) los temores en torno a los efectos adversos de una alta inflación sobre la recuperación económica; y *iv*) las preocupaciones respecto al crecimiento del país<sup>31</sup>.

<sup>31</sup>Al respecto, en el informe trimestral de inflación publicado a mediados de diciembre, el Banco Central de Brasil recortó sus proyecciones de crecimiento económico para 2021 y 2022. Los miembros de la junta prevén que el PIB se expandirá 4,4% en

En el trimestre el peso mexicano registró un comportamiento volátil. Durante noviembre, después del peso colombiano, el peso mexicano lideró las depreciaciones de las monedas de la región (4,3%), afectado por: *i*) los resultados desfavorables de actividad económica durante el 3T21<sup>32</sup>; *ii*) la aprobación del PEF para 2022; y *iii*) la incertidumbre en torno a la independencia del Banxico. No obstante, en diciembre la moneda se apreció (4,6%), soportada por las expectativas de que el Banxico realizaría un mayor incremento de la TPM, después que la inflación anual de noviembre fue superior a la esperada por el mercado y el aumento mayor al esperado de la TPM por parte del Banco Central en su junta del 16 de diciembre<sup>33</sup>.

Finalmente, el sol peruano se fortaleció soportado por el aumento de los precios del cobre y una disminución de la incertidumbre política gracias a: *i*) la moderación de la postura del presidente Castillo al reemplazar al primer ministro de extrema izquierda por una opción más moderada y confirmar a Julio Velarde como jefe del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP); *ii*) el voto de confianza que el Congreso otorgó al gabinete de ministros; y *iii*) la votación en contra de la destitución del presidente por parte de los legisladores.

Con respecto al promedio registrado en el 3T21, en el 4T21 la volatilidad condicional promedio disminuyó para la mayoría monedas de los países de la región analizadas, a excepción del peso mexicano y el peso chileno. Durante el trimestre, el real brasileño presentó la mayor volatilidad promedio, seguida por el peso chileno, el peso mexicano, el peso colombiano y el sol peruano (*Gráfico 30*).

En materia de intervención cambiaria se destaca que en el trimestre los Bancos Centrales de los países de la región analizados realizaron operaciones en el mercado cambiario a través de diferentes mecanismos. En Brasil, el BCB tuvo una posición vendedora en el mercado de contado por USD 5.337 m y a través de *Non-Delivery Cross Currency Swap* por USD 2.902 m y entregó liquidez a través de *FX-Repos* y *Cross-Currency Swap (CCS)* por un monto de USD 1.500 m (*Cuadro 2*).

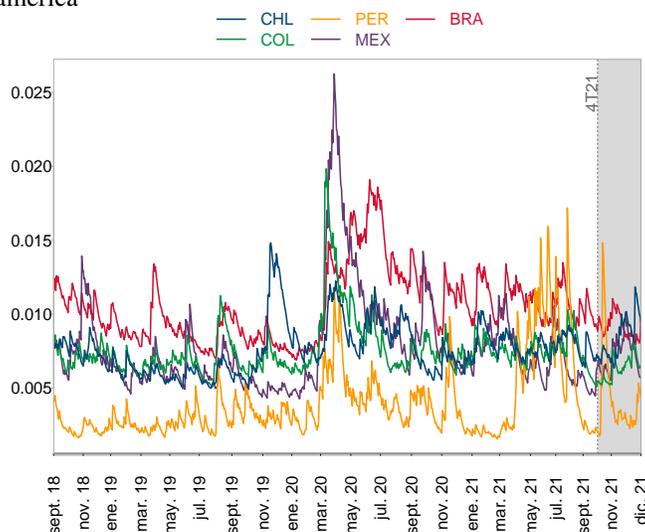
---

2021 (ant: 4,7%) y 1% en 2022 (ant: 2,1%).

<sup>32</sup>El PIB de tercer trimestre avanzó 17,2% a/a impulsado por el consumo de los hogares (ant: 18,1% a/a, esp: 17,6% a/a) y 4,9% t/t (ant: 1,0% t/t), por debajo de las expectativas del mercado.

<sup>33</sup>En la cual el Banco Central de México aumentó su tasa de política monetaria en 50 pb a 5,5%, mientras que el mercado esperaba un aumento de 25 pb.

Gráfico 30: Volatilidad condicional de las tasas de cambio de Latinoamérica



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DOAM

Cuadro 2: Intervención cambiaria del BCB (compras netas incluyendo vencimientos)

	<i>Compras netas de contado (A)*</i>	<i>FX-Repos y CCS (B)*</i>	<i>Repos con títulos denominados en dólares (C)**</i>	<i>Non-Delivery Cross Currency Swap (D)***</i>	<i>Cambio en la posición cambiaria**** (A+D)</i>
1T21	-6.645	1.250	0	-16.356	-23.001
2T21	0	3.220	0	-2.286	-2.286
3T21	0	1.930	0	-204	-204
Oct	-500	0	0	-4.162	-4.662
Nov	0	0	0	-268	-268
Dic	-4.837	-1.500	0	1.528	-3.309
<b>4T21</b>	<b>-5.337</b>	<b>-1.500</b>	<b>0</b>	<b>-2.902</b>	<b>-8.239</b>

Fuente: Página web del BCB. Cifras en USD m. Se incluyen los vencimientos y las renovaciones de los instrumentos.

Las operaciones de contado toman en cuenta la fecha de liquidación de las divisas (t+2 con respecto al día de la subasta).

\* Los FX-repos son denominados por el BCB como subastas de líneas de crédito o FX repo, mientras los CCS son denominados por el BCB como subastas de líneas de crédito a tasa variable, estos mecanismos tienen un efecto temporal en el nivel de reservas internacionales.

\*\*Este mecanismo altera temporalmente el nivel de reservas internacionales.

\*\*\*Denominados por el BCB como FX-interest rate swaps o FX swaps; este mecanismo no tiene efecto sobre el nivel de reservas internacionales.

\*\*\*\* No se tienen en cuenta los CCS de la columna B en el cálculo de la posición cambiaria debido a que no es posible desagregar el monto de estos instrumentos.

En Chile, el BCCh realizó compras en el mercado de contado por USD 320 m. Adicionalmente, el Consejo del BCCh en su reunión de octubre "acordó suspender el programa de acumulación de reservas iniciado en enero de este año, en virtud de la evolución reciente del mercado financiero y el nivel de

*reservas internacionales ya alcanzado*". En total, entre el 18 de enero y el 13 de octubre de 2021, el BCCh compró USD 7.440 millones, que equivale al 62% de lo programado inicialmente (*Cuadro 3*).

El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) tuvo una posición vendedora en el mercado de contado por USD 2.380 m y a través de *Non-Delivery Cross Currency Swap* por un monto de USD 1.885 m. Adicionalmente, el BCRP tuvo una posición compradora de dólares a través de Certificados de Depósitos Reajustables (CDR) por USD 622 m (*Cuadro 4*).

Por su parte, durante el trimestre, el Banxico continuó con las renovaciones del saldo vigente del programa de coberturas cambiarias (*forward NDF*)<sup>34</sup>. Adicionalmente, el 10 de noviembre se llevó a cabo una nueva subasta del programa de crédito en dólares por un monto de USD 200 m, con el objetivo de renovar los vencimientos de las operaciones celebradas en agosto de 2021 (USD 100 m) y ofrecer liquidez adicional. De estas subastas se adjudicaron USD 50 m (*Cuadro 5*).

Finalmente, el Banco de la República no realizó operaciones de intervención en el mercado cambiario (*Cuadro 6*).

*Cuadro 3: Intervención cambiaria del BCCh (compras netas incluyendo vencimientos)*

	<i>Compras netas de contado (A)</i>	<i>FX Repos (B)*</i>	<i>Venta Forward (C)</i>	<i>For-ward NDF</i>	<i>Cambio en la posición cambiaria (A+C)</i>
1T21	2.120	0	0	0	2.120
2T21	2.440	0	0	0	2.440
3T21	2.560	0	0	0	2.560
Oct	320	0	0	0	320
Nov	0	0	0	0	0
Dic	0	0	0	0	0
<b>4T21</b>	<b>320</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>320</b>

**Fuente:** Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD m. Incluye los vencimientos y las renovaciones de las operaciones.

\*El BCCh se refiere a este instrumento como compras swap de divisas. Altera temporalmente el nivel de reservas.

## 5.2 Mercado cambiario colombiano

El peso colombiano se depreció 15,9% en 2021. La mayor depreciación de la tasa de cambio se observó durante el primer semestre, en línea con el comportamiento de la mayoría de las monedas de la región, el fortalecimiento del dólar e influenciado por las restricciones a la movilidad a inicios del año, las

<sup>34</sup>Cuando inició el programa en 2017, el Banxico anunció que renovarían la totalidad de los vencimientos de estas operaciones hasta que la Comisión de Cambios lo considere pertinente. Desde este momento el Banxico ha adjudicado un total de USD 7.491 m en las subastas de inicio de coberturas cambiarias.

Cuadro 4: Intervención cambiaria del BCRP (compras netas incluyendo vencimientos)

	<i>Compras netas de contado (A)</i>	<i>Non- Delivery Cross- Currency Swaps (B)*</i>	<i>CDR's (C)</i>	<i>CDL's (D)**</i>	<i>Cambio en la posición cambiaria (A+B+C+D)</i>
1T21	-2.396	5.525	-113	0	-8.034
2T21	-2.571	506	-165	0	-2.231
3T21	-4.179	-409	901	0	-3.686
Oct	-776	1.299	298	0	-1.776
Nov	-1.201	-580	171	0	-1.611
Dic	-403	-6	153	0	-256
<b>4T21</b>	<b>-2.380</b>	<b>-1.885</b>	<b>622</b>	<b>0</b>	<b>-3.643</b>

**Fuente:** Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD m. Se tienen en cuenta los vencimientos y las renovaciones.

\*Denominados por el BCRP como Swaps Cambiario de Venta (o de Compra). No afecta el nivel de reservas internacionales.

\*\*Tiene un efecto temporal sobre las reservas del BCRP.

Cuadro 5: Intervención cambiaria del Banxico

	<i>Compras netas de contado (A)*</i>	<i>Subasta de opciones put (B)</i>	<i>Venta forward NDF(C)*</i>	<i>Subasta de crédito en USD (D)**</i>	<i>Cambio en la posición cambiaria (A+B+C)</i>
1T21	0	0	0	730	0
2T21	0	0	0	150	0
3T21	0	0	0	150	0
Oct	0	0	0	0	0
Nov	0	0	0	50	0
Dic	0	0	0	0	0
<b>4T21</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>50</b>	<b>0</b>

**Fuente:** Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD m.

\*El BCM las denomina subastas de coberturas cambiarias y solo se tienen en cuenta las subastas iniciales del programa, no incluye vencimientos ni renovaciones.

\*\*Los recursos provienen de la línea swap que estableció el BCM con la Fed el 19 de marzo de 2020 por hasta USD 60.000 m, por lo que no altera el nivel de reservas.

preocupaciones respecto al proceso de vacunación en el país y a la situación fiscal, la incertidumbre asociada a la discusión de la reforma fiscal en el Congreso y su posterior retiro, las manifestaciones y bloqueos a nivel nacional y las expectativas de una rebaja de la calificación crediticia del país por debajo del nivel de grado de inversión. Posteriormente, la moneda estuvo presionada por episodios de disminución de los precios del petróleo, el diferencial de tasas de interés entre Colombia y otros países de la región y la demanda de dólares por parte de inversionistas extranjeros.

Cuadro 6: Intervención cambiaria del Banco de la República de Colombia

	<i>Compras netas de contado (Gobierno) (A)</i>	<i>Subasta de opciones put (B)</i>	<i>Venta forward (C)</i>	<i>for- NDF (D)</i>	<i>FX-repos* (D)</i>	<i>Cambio en la posición cambiaria (A+B+C)</i>
1T21	0	0	91		0	91
2T21	0	0	0		0	0
3T21	0	0	0		0	0
Oct	0	0	0		0	0
Nov	0	0	0		0	0
Dic	0	0	0		0	0
<b>4T21</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>		<b>0</b>	<b>0</b>

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD m.

Nota: Tiene en cuenta vencimientos y renovaciones.

\*El BR se refiere a este instrumento como *FX-Swap*. Estos instrumentos alteran temporalmente el nivel de reservas internacionales.

Durante el 4T21 el peso colombiano se depreció un 4,3%, en línea con el fortalecimiento del dólar y la dinámica de los precios del petróleo (correlación de -0,74, mayor correlación desde el 4T20<sup>35</sup>) y su comportamiento puede dividirse en los siguientes tres periodos: (1) al cierre de octubre, el peso presentaba un ligero fortalecimiento (0,7%), de acuerdo con agentes del mercado debido principalmente a: *i*) las monetizaciones del Gobierno; *ii*) el aumento de los precios del crudo; y *iii*) la decisión del BanRep de septiembre de aumentar en 25 pb la TPM. (2) Durante noviembre, la moneda se depreció 5,8% (la mayor depreciación de los países de la región analizados y la mayor depreciación mensual desde marzo de 2020) a pesar de la continuación de las monetizaciones del Gobierno, en un contexto de mayor percepción de riesgo a nivel internacional, disminución de los precios del petróleo y una fuerte demanda de dólares de inversionistas extranjeros en el mercado *forward*. Y (3) durante diciembre, el peso corrigió parcialmente (se apreció 0,6%), soportado por la recuperación los precios del crudo y una mejora en la percepción de riesgo. (*Gráfico 31*).

Al analizar las operaciones negociadas en el mercado cambiario local durante el 4T21, el monto promedio diario negociado en el mercado de contado peso-dólar<sup>36</sup> (USD 1.453 m) aumentó frente al observado durante el 3T21 (USD 1.315) y ha sido el más alto desde el primer trimestre de 2020. Así mismo, el monto promedio diario negociado en el mercado *forward* peso-dólar<sup>37</sup> (USD 2.684 m) aumentó frente al observado durante el trimestre anterior (USD 2.340 m) y alcanzó un nivel máximo desde que se tiene información (enero de 1997).

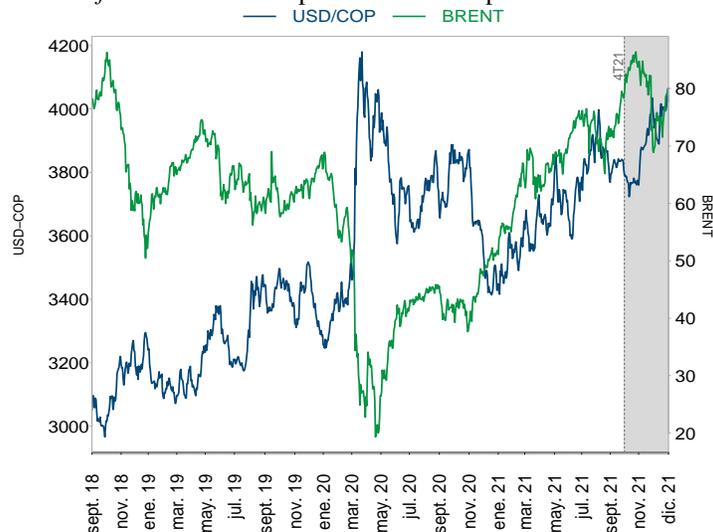
Por su parte, en el mercado *forward* entre agentes del exterior, el monto promedio diario negociado en

<sup>35</sup>La correlación entre el peso colombiano y el precio del petróleo Brent: 4T20: -0,92; 1T21: 0,59; 2T21: 0,30; 3T21: -0,36; 4T21: -0,74.

<sup>36</sup>Incluye las operaciones entre Intermediarios del Mercado Cambiario (IMC) y las operaciones entre IMC con sus clientes.

<sup>37</sup>Incluye las operaciones realizadas entre IMC y las operaciones entre IMC con sus clientes.

Gráfico 31: Precio del petróleo frente al peso colombiano



Fuente: Bloomberg y Set-FX. El precio del petróleo esta en el eje derecho invertido.

estos contratos aumentó durante el 4T21 respecto al trimestre anterior y al mismo periodo un año atrás y se ubicó en USD 4.848 m<sup>38</sup>.

En este mismo periodo, las negociaciones de *forwards* de tasa de cambio compensadas en la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) aumentaron de USD 26,7 mm en el 3T21 a USD 29,4 mm en el 4T21. En relación con el volumen de negociación de algunos derivados estandarizados, se negociaron en total 83.431 futuros de TRM<sup>39</sup> (75.783 contratos en el 3T21), por un monto total de USD 4.172 m. Respecto a los mini futuros de TRM<sup>40</sup>, se negociaron un total de 10.796 contratos (7.153 contratos en el 3T21), por un monto total de USD 54 m y se negociaron 265 contratos de opciones de TRM (715 contratos en el 3T21) (Gráfico 32).

Adicionalmente, durante el 4T21 en el mercado *forward* y *swap* peso-dólar, se observó que el saldo de venta de los Fondos de Pensiones y Cesantías<sup>41</sup> aumentó durante el periodo y alcanzó un nuevo máximo histórico (USD 19.468 m el 30 de diciembre). De manera similar, el saldo de compra de los inversionistas extranjeros<sup>42</sup> aumentó USD 1.626 m durante el periodo y alcanzó un nuevo máximo histórico (USD 21.596 m el 10 de diciembre).

Por otra parte, en el trimestre la diferencia entre la devaluación implícita observada en los contratos

<sup>38</sup>Promedios diarios 3T21: USD 4.469 m, 3T20: USD 4.293 m. Fuente: Bloomberg.

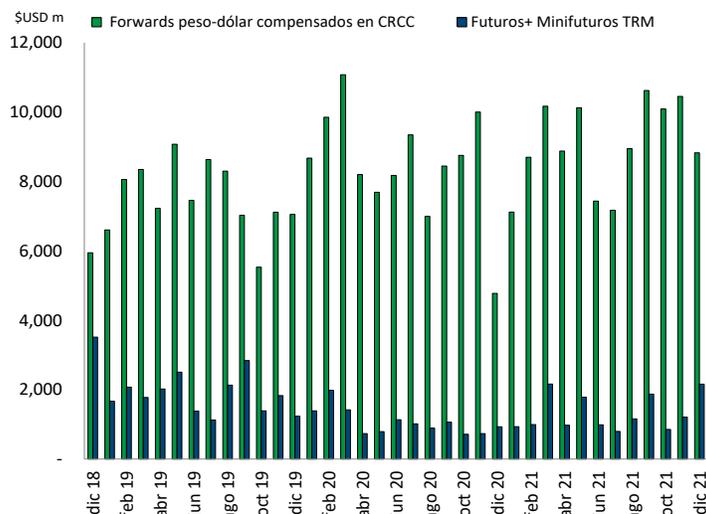
<sup>39</sup>Cada contrato tiene un valor nominal de USD 50.000.

<sup>40</sup>Cada contrato tiene un valor nominal de USD 5.000.

<sup>41</sup>El saldo corresponde a las compras netas incluyendo vencimientos de las operaciones *forward* y *swap* peso-dólar realizadas entre FPC con IMC y con extranjeros.

<sup>42</sup>El saldo corresponde a las compras netas incluyendo vencimientos de las operaciones *forward* y *swap* peso-dólar realizadas entre extranjeros con IMC y con Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC).

Gráfico 32: Forwards y futuros de la CRCC



Fuente: CRCC. Cálculos: Banrep.

forward a un mes y la devaluación teórica<sup>43</sup> aumentó y alcanzó un nivel no observado desde junio de 2016<sup>44</sup>, influenciada por la demanda forward de los inversionistas extranjeros. El promedio mensual se ubicó en octubre en 0,01%, en noviembre en 1,47% y en diciembre en 1,48% (Gráfico 33).

Finalmente, al analizar los flujos de divisas de acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria<sup>45</sup>, en el 4T21 la cuenta corriente registró reintegros netos de divisas por USD 3.274 m, de los cuales USD 3.313 m corresponden a ingresos por balanza de servicios y transferencias y USD 39 m a egresos por balanza comercial. Por otra parte, en la cuenta de capital se presentaron salidas netas de divisas por USD 3.417 m, que resultan de salidas netas de capital privado por USD 9.049 m y por otras operaciones especiales por USD 1.036 m, mientras que se presentaron reintegros netos de capital oficial por USD 6.668 m.

<sup>43</sup>Se utiliza la devaluación observada y teórica para el plazo de 15 a 35 días. El spread corresponde a la diferencia entre la devaluación implícita observada en los contratos forward y la devaluación teórica. La devaluación teórica se calcula utilizando las tasas Libor (i\*) e IBR (i) a un mes efectiva anual

$$\left[ \frac{1+i}{1+i^*} \right] - 1 \tag{1}$$

El cálculo de la devaluación implícita se realiza como:

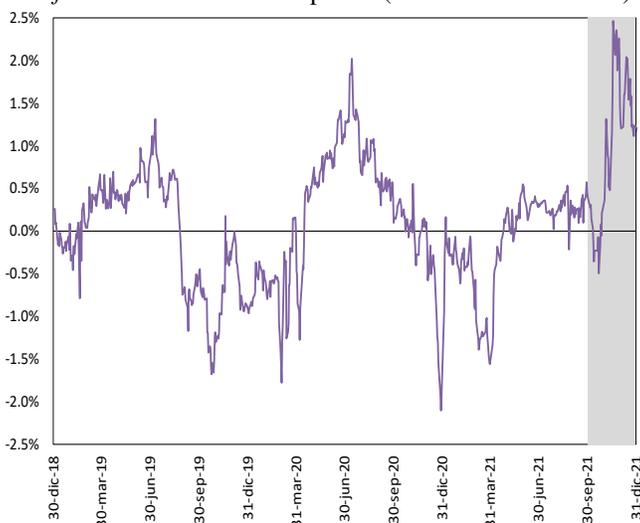
$$\left[ \frac{\text{tasa pactada}}{\text{tasa contado}} \right]^{\frac{365}{\text{plazo}}} - 1 \tag{2}$$

de las operaciones forward peso-dólar a un mes reportadas por los intermediarios del mercado cambiario a los sistemas de negociación y registro de operaciones sobre divisas y recibidas por el Banco de la República.

<sup>44</sup>El 18 de noviembre de 2021 el diferencial entre la devaluación implícita y teórica alcanzó un nivel de 2,46%, el nivel más alto observado desde el 22 de junio de 2016 (2,74%).

<sup>45</sup>La balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: <http://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/balanza-cambiaria>.

Gráfico 33: Devaluación Implícita (Observada – Teórica\*)



Fuente: Bloomberg y Banrep, cálculos DOAM.

\*Devaluación teórica se calcula utilizando la Libor y el IBR.

En la cuenta de capital privado (-USD 9.049 m) en el trimestre se presentaron ingresos de divisas por inversión extranjera directa neta por USD 1.901 m<sup>46</sup> y por préstamo neto por USD 942 m y se observaron salidas netas de divisas por inversión extranjera de portafolio neta por USD 1.788 m<sup>47</sup> y por operaciones especiales del sector privado por USD 10.104 m<sup>48</sup>.

Frente a los flujos presentados en el 3T21, se destacan las salidas por inversión extranjera de portafolio en Colombia (3T21: entradas por USD 82 m, 4T21: salidas por USD 1.352 m) y los mayores ingresos de divisas por reintegros netos del capital oficial (3T21: USD 4.753 m, 4T21 USD 6.668 m).

## 6 Mercado monetario y renta fija

### 6.1 Tasas de interés en Latinoamérica

Durante el 4T21, los bancos centrales de la región continuaron con el aumento sus tasas de política monetaria en medio de una coyuntura de presiones inflacionarias a nivel mundial. En lo corrido del trimestre, el Banco central de Brasil aumentó en 300 pb debido al aumento de la inflación, la aprobación del aumento del presupuesto del gasto para el 2022 y la disminución del 0,1% del PIB durante el 3T21.

<sup>46</sup>Inversión extranjera directa en Colombia (USD 1.964 m) menos inversión directa de colombianos en el exterior (USD 63 m).

<sup>47</sup>Salidas por inversión extranjera de portafolio en Colombia (USD 1.352 m) e inversión de portafolio de colombianos en el exterior (USD 436 m).

<sup>48</sup>Registra los movimientos de divisas provenientes de cuentas de compensación, compra y venta de saldos de cuentas libres efectuadas en el mercado local, y movimientos de divisas por operaciones de derivados.

Por su parte, el Banco central de Chile sorprendió al mercado al aumentar de forma agresiva su TPM en 125 pb en el mes de octubre manteniéndola de igual forma durante noviembre. Así mismo, realizó un aumento de 125 pb acorde con lo esperado por el mercado durante la reunión de diciembre dado las presiones inflacionarias, el posible cuarto retiro de pensiones el cual fue rechazado por la cámara de diputados y la incertidumbre política vivido durante el trimestre. Finalmente, durante el trimestre los Bancos Centrales de Perú y México mantuvieron una postura *hawkish*, subiendo sus tasas en 150 y 75, respectivamente(Gráfico 34 y Cuadro 7).

Gráfico 34: Tasas de política monetaria de países latinoamericanos



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 7: Variaciones de las tasas de política monetaria en Latinoamérica a diciembre de 2021

País	Variación 4T21*	TPM Dic-21**
COL	100	3,00%
BRL	300	9,25%
MEX	75	5,50%
PER	150	2,50%
CHL	250	4,00%

Fuente: Bloomberg.

\* Variación en puntos básicos entre el nivel observado el 30 de septiembre y el 31 de diciembre de 2021.

\*\* Nivel al cierre de septiembre de 2021.

A nivel local, durante el trimestre la Junta Directiva del Banrep (JDBR) aumentó la tasa de política en 50 pb durante cada una de las reuniones de octubre y diciembre, luego del inicio del proceso de normalización de la política monetaria por parte de la JDBR en septiembre. Estas decisiones estuvieron acordes con lo previsto por el mercado como parte de las medidas que habría de implementar el Banrep con el fin de controlar la inflación. Durante la reunión de diciembre, cuatro de los miembros de la JDBR votaron por un aumento de 50 pb mientras que los tres miembros restantes votaron por un aumento de 75 pb. De acuerdo con el comunicado del Banrep, esta decisión tomó en consideración que:

- La inflación anual en noviembre sorprendió al alza registrando un incremento de 68 pb respecto a la registrada en octubre, con lo cual se ubicó en 5,26%. La inflación básica anual (IPC sin alimentos ni regulados) también mostró una tendencia creciente al situarse en 2,54 %, 52 pb por encima del nivel de octubre. Estos resultados llevaron a una revisión del pronóstico de inflación a 5,3% para 2021 y a 3,7% para 2022.
- Indicadores líderes muestran que el PIB continúa con una dinámica de crecimiento importante en el cuarto trimestre, alcanzando niveles superiores a los de la prepandemia y el equipo técnico ratificó su proyección de crecimiento del PIB de 9,8% para 2021.
- En 2021 el déficit en cuenta corriente alcanzaría un nivel de 5,6% del PIB explicado por el crecimiento de la demanda interna. Para 2022 se espera una reducción del déficit de la cuenta corriente a 4,9% del PIB, en un contexto financiero internacional menos holgado.
- Las expectativas de inflación han aumentado y se ubican por encima de la meta de 3%, incluso a mediano plazo. Ello implica el riesgo de inducir procesos de indexación a mayores niveles de inflación.
- La autoridad monetaria reitera su compromiso con la meta de inflación de 3% anual, y seguirá tomando las decisiones requeridas para asegurar la convergencia de la inflación hacia dicha meta.

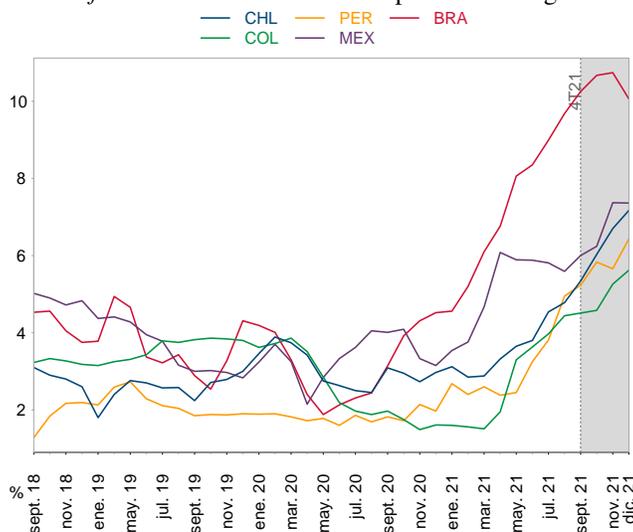
Los aumentos generalizados de tasas en la región están soportados por el aumento de la inflación, la cual se ha ubicado fuera del rango meta de todos los Bancos Centrales y alcanzando máximos no visto en los últimos años. En el caso de Colombia la inflación terminó al cierre de 2021 en 5,62%, dato mayor a lo esperado por el mercado y no observado desde diciembre de 2016 (5,47%). Este comportamiento pudo estar asociado a los bloqueos de mayo y junio del referente año, el aumento de los precios de los alimentos y de la energía además de los problemas que enfrentan las cadenas de suministro por el rebrote de la pandemia y el aumento del salario mínimo. De igual manera sucede para Chile, México, Brasil y Perú. En el caso de Chile el dato fue el mas alto desde 2008 cerrando el año en 7,2%, en Brasil a pesar de que se desaceleró respecto al mes anterior (nov:10,74%) cerró en 10,06% dato más alto desde 2015 para el mismo mes. En cuanto a Perú debido al aumento de tasa de cambio y de los precios internacionales de los insumos, la inflación terminó en 6,43% la mas alta en 13 años, por último, en México la inflación se ubicó en 7,36% dato inferior a lo esperado por el mercado, sin embargo, la inflación subyacente varió 5,94% dato no observado desde octubre de 2001.(Gráfico 35 y Cuadro 8).

## 6.2 Mercado monetario colombiano

Durante el 2021 la JDBR aumentó su tasa de interés en 125 pb (de 1,75% a 3,00%). Esta decisión tuvo en cuenta aspectos como el aumento de las presiones inflacionarias<sup>49</sup>, el mejor dinamismo del PIB

<sup>49</sup>Estas presiones han obedecido en gran medida a choques de oferta relacionados con la disrupción de las cadenas de suministro, los altos costos de transporte marítimo, el efecto de los bloqueos sobre los procesos productivos, el retiro de los alivios (que no responden a incrementos de las tasas de interés) y la recuperación de la demanda interna

Gráfico 35: Inflación IPC en los países de la región



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 8: Inflación año completo y meta de inflación 2021

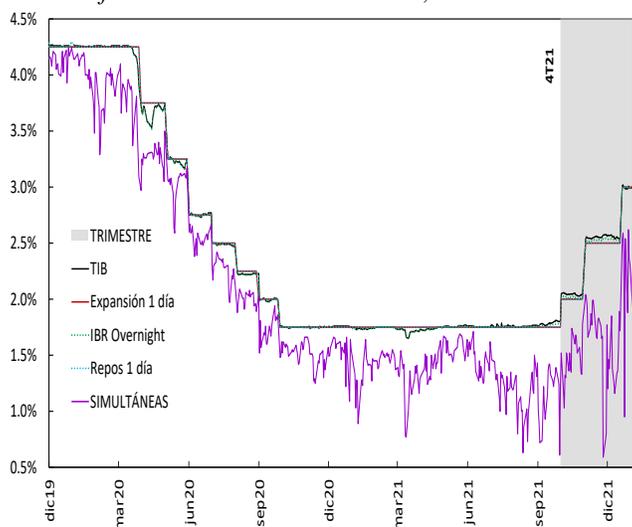
País	Sep 2021	Dic 2021	Rango meta 2021*
COL	4,51%	5,62%	2,00 % - 4,00%
BRA	10,25%	10,06%	2,25% - 5,25%
CHL	5,3%	7,2%	2,00% - 4,00%
MEX	6,00%	7,36%	2,00% - 4,00%
PER	5,23%	6,43%	1,00% - 3,00%

Fuente: Bloomberg y bancos centrales de la región.  
 \* De acuerdo con lo informado en la páginas de los bancos centrales.

observado durante el año, el buen desempeño de la demanda interna y externa y las mejores proyecciones del PIB para 2021 y 2022. De esta manera, en 2021 la JDBR inicio el retiro gradual del estímulo monetario teniendo en cuenta las señales claras de recuperación que viene dando la economía y las presiones inflacionarias.

Durante el 4T21 la JDBR aumento su tasa de interés en 100 pb y llevo a la TPM a ubicarse en 3,00% en diciembre de 2021. En este periodo la tasa IBR overnight, así como la tasa interbancaria se ubicaron ligeramente por encima de la tasa de referencia, lo cual se atribuyó a: i) el alto saldo que la DGCPN mantuvo durante el 4T21 en el Banrep; y ii) los retiros constantes de inversionistas locales y extranjeros, en medio de las preocupaciones en torno a las elecciones presidenciales en Colombia del otro año y a la sostenibilidad fiscal local (Gráfico 36). La tasa promedio de las operaciones pactadas en el mercado de simultáneas se ubicó por debajo de la tasa de referencia lo que pudo estar motivado por un mayor apetito de algunos agentes de cubrir operaciones en corto.

Gráfico 36: Tasa de referencia BR, TIB e IBR O/N



Fuente: Banrep.

En el 4T21 la posición del Banrep con el sistema financiero ha sido acreedora<sup>50</sup>. Durante el 4T21, el promedio diario de la posición neta del Banrep se ubicó en COP 18.411 mm cifra superior al promedio diario observado durante el 3T21 (COP 12.959 mm). El máximo nivel del saldo de expansión se observó el 18 de noviembre de 2021, momento en el cual se registró un nivel de COP 30.532 mm (esta es la cifra más alta observada desde 2014). Por su parte, el mayor saldo de contracción alcanzó los COP 3.348 mm (Gráfico 37).

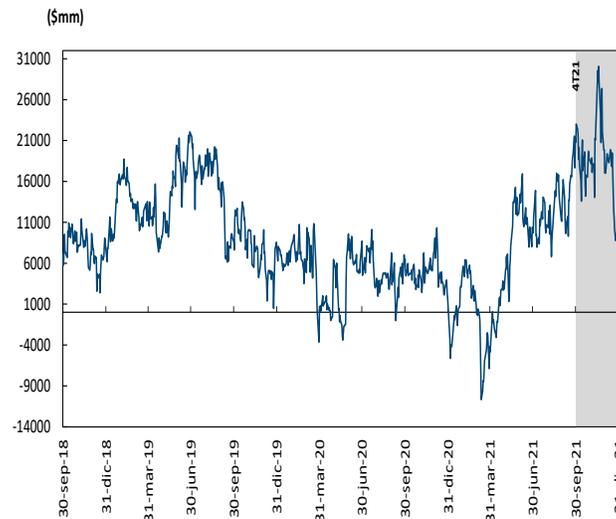
En lo corrido del 4T21 el promedio del saldo de la Tesorería de la Nación en el Banrep se ubicó en COP 33.165 mm cifra superior al promedio observado durante el 3T21 (COP 23.909 mm) (Gráfico 38), lo cual estuvo asociado a menores transferencias y pagos de cupones y vencimientos de títulos de deuda pública que hizo el gobierno durante el trimestre.

En adición a lo anterior, al analizar las operaciones COP – OIS<sup>51</sup> negociadas en *Chicago Mercantile Exchange* (CME), el volumen promedio diario transado en el CME de las operaciones del COP – OIS se ubicó en USD 2.581 m, cifra superior al volumen promedio diario transado durante el 3T21 (USD 1.896 m).

<sup>50</sup>Generalmente el Banrep es acreedor neto con el sistema financiero, es decir, los saldos de expansión (esto es, cuando el banco central presta) son superiores a los de contracción (cuando pide prestado), lo que podría atribuirse a que el mercado agregado tiene déficit y lo cubre captando recursos del banco central. Sin embargo, en ocasiones se observa que las entidades con excedentes de recursos prefieren prestárselos al Banco en lugar de darle crédito a otras entidades con necesidades de liquidez. Estas últimas terminan, entonces, acudiendo a la subasta del banco central o a la ventanilla de expansión.

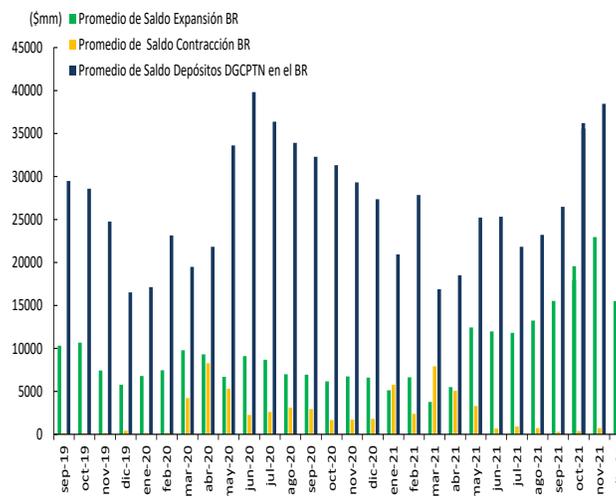
<sup>51</sup>El producto ofrecido en el CME sobre el peso colombiano es un Overnight Index Swap - OIS el cual es un contrato swap de tasas de interés en el cual se acuerda intercambiar una tasa fija en por un índice de tasa de interés de referencia flotante (IBR overnight compuesta). La máxima duración de este contrato es de 20 años, se liquida en dólares y el tipo de cambio es la TRM.

**Gráfico 37:** Posición neta del Banco de la República en el mercado monetario



**Fuente:** Banrep.

**Gráfico 38:** Promedio mensual de saldos diarios 2018 - 2021

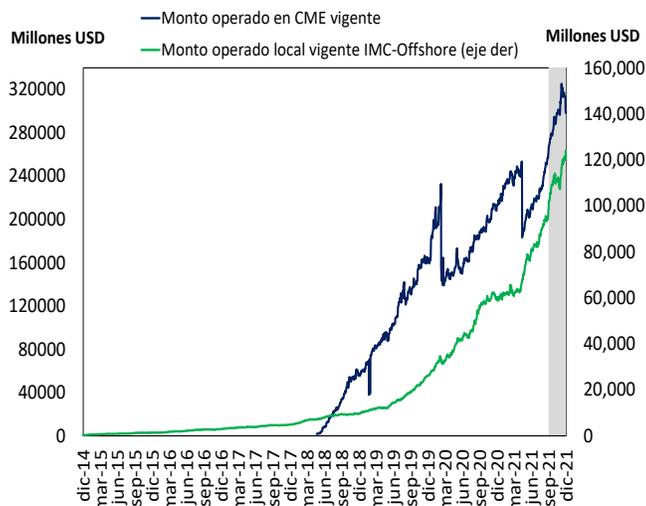


**Fuente:** Banrep.

Nota: Información al 31 de diciembre de 2021. El saldo de disponibilidades de la Dirección del Tesoro Nacional en el BanRep incluye depósitos no remunerados y depósitos remunerados.

Así mismo, el monto operado vigente en este tipo de operaciones aumentó durante el trimestre y alcanzó un nuevo máximo histórico el 7 de diciembre (USD 325.265 m). Así mismo, el monto operado vigente de swaps IBR que se transaron localmente entre IMC y contrapartes del exterior continuó aumentando y al 30 de diciembre alcanzó los USD 124.042 m (*Gráfico 39*).

Gráfico 39: Monto operado vigente SWAPS IBR en CME y en el mercado local



Fuente: CME, reportes enviados por los IMC al BanRep.

A partir del 1 de enero de 2021 se incorpora la información reportada por los Sistemas de Negociación y Registro de operaciones sobre divisas al BanRep, esta información se actualizó con las operaciones vigentes desde el 19 de junio de 2020. Nota: El monto operado vigente hace referencia a la suma de las operaciones de compra y venta menos vencimientos. Para calcular el monto operado local vigente se tienen en cuenta las operaciones de swaps que intercambien flujos en pesos, que incluyan el intercambio de IBR y que se hayan negociado con agentes del exterior. Adicionalmente, estos flujos se convierten a dólares con la tasa promedio de SET-FX del día de negociación.

Algunas operaciones incluidas en la información de monto operado local vigente IMC-Offshore (línea verde) pueden estar incluidas también en la información del monto operado en CME vigente (línea azul), debido a limitaciones en la identificación de las operaciones.

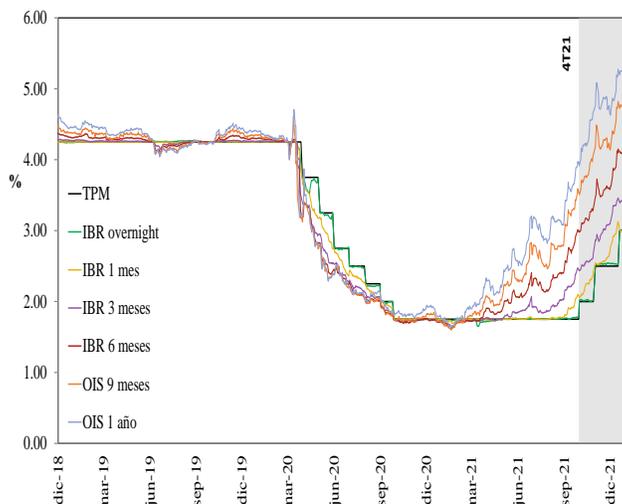
Finalmente, en el Gráfico 40 se muestra la tasa de intervención del Banrep, el IBR overnight (O/N), el IBR de los plazos a 1, 3 y 6 meses y las tasas OIS de los plazos de 9 meses y un año. Durante el 4T21 las tasas IBR O/N y a plazo de 1,3 y 6 meses tuvieron variaciones de 120 pb, 97 pb, 107 pb y 119 pb, respectivamente. A su vez, las tasas OIS de 9 meses y un año variaron 132 pb y 139 pb, en su orden. De esta manera, al 30 de diciembre de 2021 las tasas IBR O/N, a 1, 3 y 6 meses y las tasas OIS a 9 meses y un año se ubicaron en 2,99%, 3,05%, 3,51%, 4,19%, 4,87% y 5,36%, respectivamente. Lo anterior reflejó expectativas de una postura más *hawkish* por parte del Banrep, lo cual pudo estar asociado a las mayores presiones inflacionarias en Colombia, mejores perspectivas de crecimiento económico y, de acuerdo con algunos analistas, las decisiones de política monetaria de los bancos centrales de la región.

### 6.3 Mercado de deuda pública

#### 6.3.1 Deuda pública interna de Estados Unidos y los países de la región

En 2021 las curvas de rendimientos de EE. UU y los demás países de la región se aplanaron ante desvalorizaciones del tramo corto superiores a las del tramo largo. El comportamiento del tramo corto se

Gráfico 40: Evolución de la tasa IBR O/N, IBR a 1, 3 y 6 meses y las tasas OIS a 9 meses y 1 Año



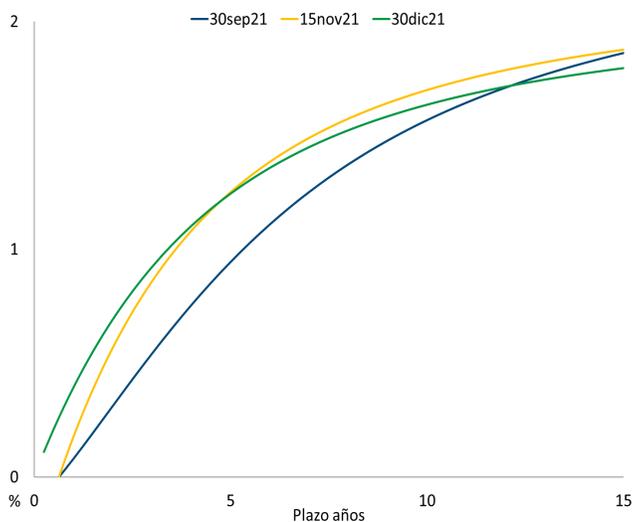
Fuente: Banrep y Bloomberg.

explica por las expectativas de los recortes de las tasas de política por parte de los bancos centrales de estos países durante lo transcurrido de 2020. Por su parte las tasas del tramo largo de EE. UU presentaron valoraciones ante la mayor percepción de riesgo como consecuencia de la pandemia. En cuanto a los países de la región se presentaron en mayor medida desvalorizaciones, principalmente por factores locales.

En el caso de EE. UU durante el 4T21, las curvas de rendimientos se aplanaron ante las expectativas de una senda de política monetaria menos expansiva, de acuerdo con los últimos pronunciamientos por parte de la de la Reserva Federal y su presidente, Jerome Powell, sobre la aceleración del ritmo de retiro del estímulo monetario como respuesta a las presiones inflacionarias, las cuales dejó de caracterizar como transitorias. Por su parte, las tasas del tramo largo se vieron presionadas a la baja a finales de noviembre y principios de diciembre ante la mayor percepción de riesgo como consecuencia de la incertidumbre en torno a la capacidad de contagio y severidad de la nueva variante Ómicron (Gráfico 41).

Así mismo, en los países de la región durante el 4T21 continuó la tendencia de desvalorizaciones de los títulos del tramo corto ante los aumentos y expectativas de que los bancos centrales de estos países continúen adoptando una postura de política monetaria menos expansiva con el fin de hacer frente a las presiones inflacionarias. Los títulos del tramo largo presentaron valoraciones a excepción de Perú y Brasil. En este contexto, en Chile se destacan el rechazo por parte del Congreso de la propuesta de un cuarto retiro de ahorros de los fondos privados y una postura más neutral del nuevo presidente electo. Los títulos soberanos de los tramos medio y largo de Perú y Brasil presentaron valorizaciones. En el caso de Perú estas valoraciones pudieron estar asociadas a la decisión del presidente Castillo de cambiar su gabinete por uno con un enfoque más pragmático con el fin de mejorar sus relaciones con el Congreso, sin embargo, a cierre de años dichas valorizaciones se contuvieron dado la incertidumbre política por

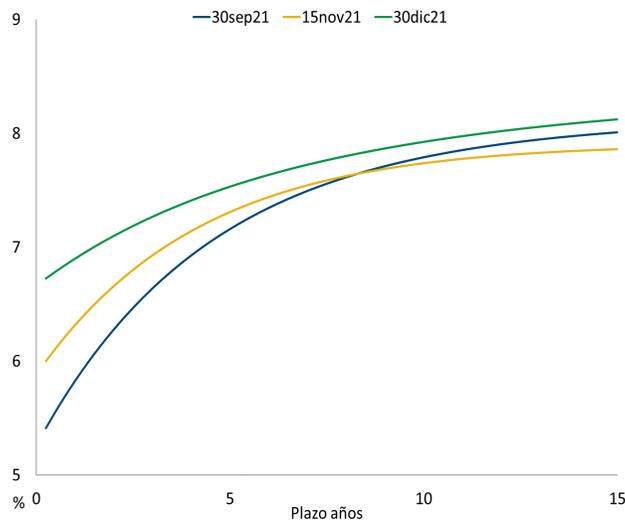
Gráfico 41: Curva cero cupón de EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

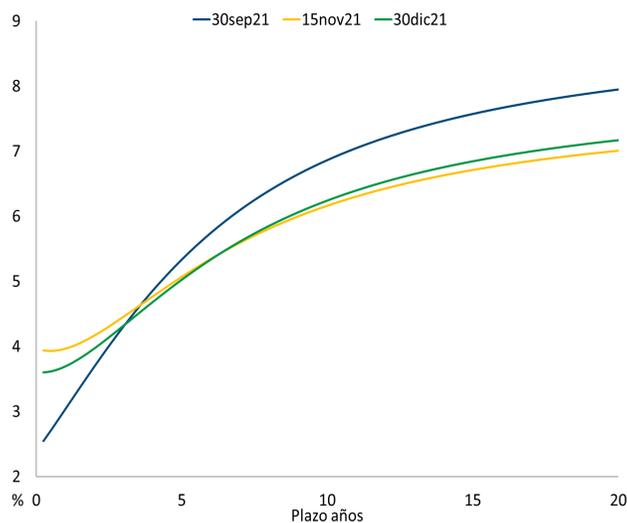
la intención de varios legisladores de destituir al presidente Castillo y las protestas y bloqueos en las minas de cobre las Bambas, una de las más importantes de del mundo. Finalmente, en Brasil estas leves valoraciones se presentaron ante la menor incertidumbre fiscal luego de que el Senado aprobara la propuesta de relajación del límite del gasto del Gobierno.

Gráfico 42: Curva cero cupón de México.



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

Gráfico 43: Curva cero cupón de Perú.



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

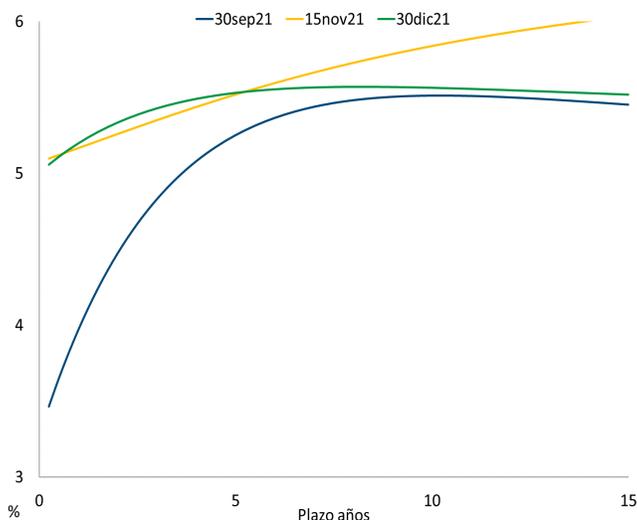
### 6.3.2 Deuda pública interna de Colombia

Entre el 30 de septiembre y el 31 de diciembre del 2021 el saldo de TES clase B en el mercado pasó de COP 392,6 billones a COP 397,8 billones.

A continuación, se describen algunos de los principales eventos del mercado de deuda pública local durante el periodo de análisis:

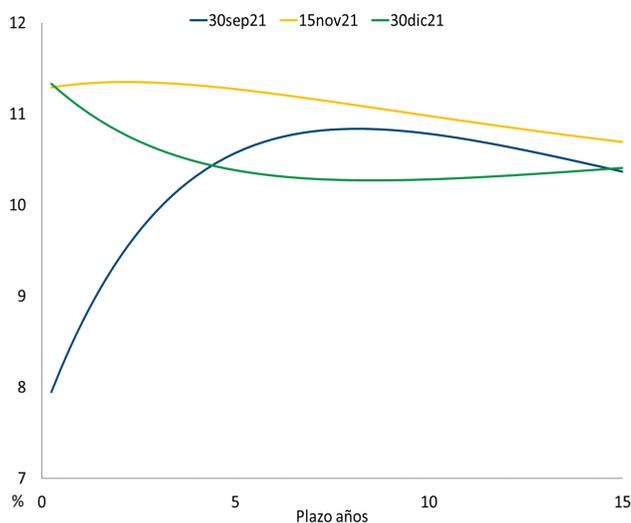
- Moody's reafirmó el pasado 6 de octubre la calificación de Colombia en 'Baa2' y modificó la

Gráfico 44: Curva cero cupón de Chile.



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

Gráfico 45: Curva cero cupón de Brasil.



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

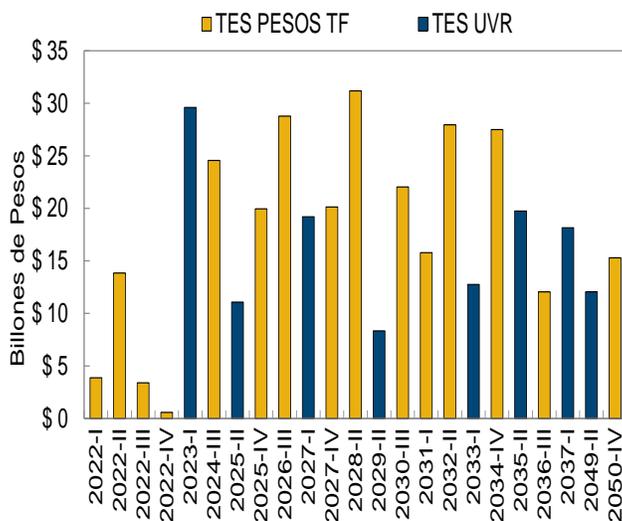
perspectiva de negativa a estable. Para este día se presentaron variaciones en TES en pesos de -3 pb, -4 pb y -6 pb en los plazos de 2, 5 y 10 años respectivamente. En cuanto a TES en UVR las variaciones fueron de -3 pb, -5 pb y -3 pb para los mismos plazos.

- El 4 y el 12 de octubre el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) anunció el cuarto y quinto canje de deuda pública local, respectivamente. Ambos canjes fueron internos e intercambiaron bonos por \$1,5 billones (b) de TES con vencimiento en 2022, por TES en pesos y UVR con maduración entre 2029 y 2037, extendiendo así la vida media del portafolio de 8,81 a 8,85 años.

- El 16 de noviembre el DANE publicó resultado del Producto Interno Bruto (PIB) el cual creció 13,2% en 3T21 respecto al mismo periodo de 2020.
- El 12 de diciembre el presidente Duque anunció la propuesta del Gobierno Nacional de aumentar el salario mínimo del año 2022 en 10,07%. Al siguiente día el ministro de Trabajo informó que se contaba con un acuerdo preliminar para dicho aumento. Finalmente, el 14 de diciembre el presidente confirmó que se había llegado a un acuerdo entre trabajadores, empleadores y Gobierno para aumentar el salario mínimo en 10,07%.
- El 21 de diciembre el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) anunció el séptimo canje de deuda pública local. Sustituyendo TES con vencimiento en 2024, por Títulos TES en UVR con maduración en 2035 por un monto de una \$1 billón (b). La operación se realizó sin incrementar la deuda de la nación y extendió la vida media del portafolio de 8,93 años a 8,96 años.

En el 4T21 se presentaron vencimientos de TES por cerca de COP 2,9 billones y pago de cupones de TES por COP 5,4 billones. Con datos al 30 de diciembre de 2021, se proyectan vencimientos de TES para 2022 por COP 21,6 billones, correspondientes al 8,1% del saldo en circulación. En el *Gráfico 46* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B.

Gráfico 46: Proyección de vencimientos TES



Fuente: Depósito Central de Valores, Banrep.

El comportamiento de la deuda pública estuvo en línea con las desvalorizaciones observadas en el primer, segundo y tercer trimestre del año de tal manera que, al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos entre el cierre del 2020 y el del 2021, estas presentaron variaciones de 352 pb, 344 pb y 270 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente; al tiempo que las de los TES UVR variaron 135 pb, 193 pb y 149 pb para estos mismos plazos. Estas desvalorizaciones estuvieron en línea, con el aumento del déficit de la cuenta corriente, temas fiscales, la reducción de calificación y la incertidumbre política ante la cercanía de las elecciones legislativas y presidenciales del próximo año.

Al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos al cierre del trimestre con las del cierre del trimestre anterior, estas presentaron variaciones de 168 pb, 102 pb y 41 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente<sup>52</sup> (Gráficos 47 y 48). Por su parte, las de los TES UVR presentaron variaciones de 48 pb, 45 pb y 12 pb para estos mismos plazos (Gráfico 49).

Las desvalorizaciones de la deuda pública local en pesos, durante el trimestre en el tramo corto estuvieron asociadas a *i*) aumento de la inflación y *ii*) expectativas de una senda de política monetaria menos expansiva en Colombia. Por su parte, el tramo medio y largo de la curva denominada en pesos se ha visto afectado *i*) por la reversión de flujos por parte de inversionistas extranjeros y *ii*) una mayor percepción de riesgo ante las elecciones del próximo año.

Por otro lado, los TES denominados en UVR presentaron ligeras desvalorizaciones, en un contexto desfavorable de los títulos de renta fija a nivel global. En el tramo largo estas desvalorizaciones pudieron haber estado contenidas por las compras de entidades públicas a finales del trimestre.

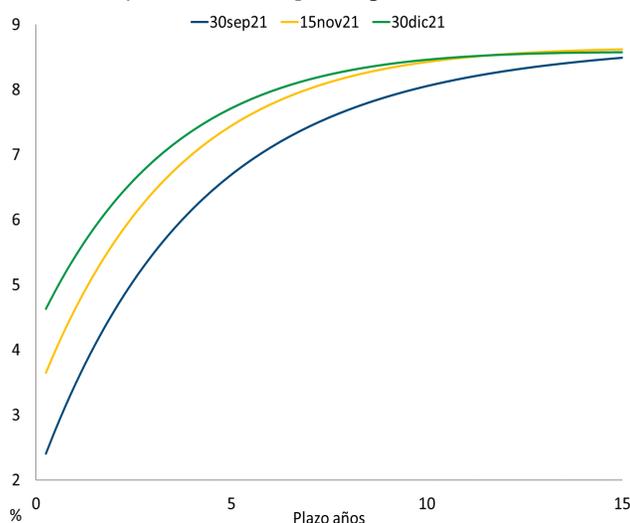
En línea con lo anterior, la inflación implícita (*Break-Even Inflation*) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR tuvieron variaciones de 120 pb, 58 pb y 29 pb para las estimaciones a 2, 5 y 10 años, respectivamente. De esta manera, al 30 de diciembre de 2021 el BEI se ubicó en 4,48%, 4,75% y 4,85% para los plazos de 2, 5 y 10 años, respectivamente. Lo anterior reflejó las menores desvalorizaciones de los títulos de deuda pública denominados en UVR frente a las de los TES en pesos. Por otra parte, si se comparan las tasas promedio de septiembre de 2021 contra las tasas promedio de diciembre de 2021, se observan variaciones del BEI de 119 pb, 72 pb y 51 pb para los plazos de 2, 5 y 10 años, en su orden.

Gráfico 47: Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de referencia del BR



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

<sup>52</sup>Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el BR con metodología de Nelson y Siegel (1987).

Gráfico 48: Curva *spot* en pesos, Colombia

Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

Durante el 4T21 se observó un comportamiento vendedor por parte de los inversionistas extranjeros en el mercado de contado, de tal manera que registraron ventas netas de TES pesos por COP 2.205 mm<sup>53</sup> y compras netas de TES UVR por COP 472 mm<sup>54</sup>. Por otra parte, en este mismo periodo estos agentes aumentaron su posición compradora a través de contratos *Non Delivery Forward (NDF)*<sup>55</sup> en TES pesos en COP 655, mientras que para TES UVR disminuyó en COP 1.503mm.

En relación con los saldos en el mercado de contado, durante el 4T21 la participación de estos agentes como proporción del saldo de TES denominados en pesos en circulación pasó de 35,8% a 35,1%, mientras que su participación del saldo en TES denominados en UVR pasó de 3,5% a 3,7% (Gráficos 50 y 51). Sobre el saldo total de TES, su participación a cierre de 2021 pasó de 25,5% a 24,8%, en comparación al 31 de diciembre del 2020.

Durante el 4T21 el mercado *spot* de TES presentó un menor dinamismo en comparación con lo observado durante el 3T21. El promedio diario de negociación fue COP 2,5 b<sup>56</sup>, inferior a lo observado en el

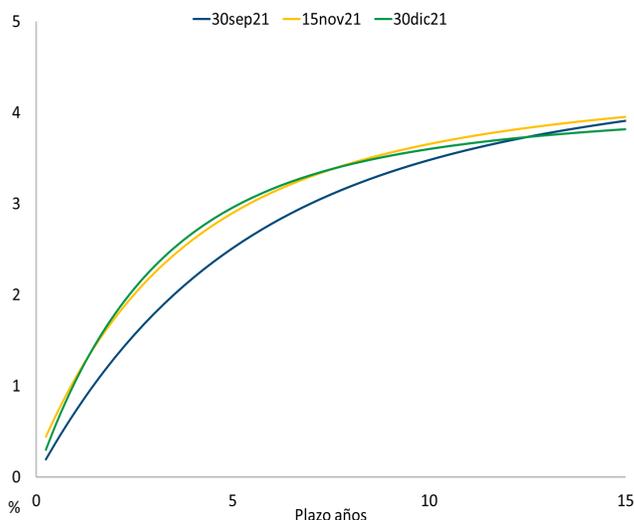
<sup>53</sup>En octubre, noviembre y diciembre del 2021 estos inversionistas vendieron TES pesos por COP 1.311 mm, COP 810 mm y COP 84 mm, respectivamente.

<sup>54</sup>En octubre, noviembre y diciembre del 2021 estos inversionistas compraron TES UVR por COP 533 mm, COP 5 mm y ventas por COP 67 mm, respectivamente.

<sup>55</sup>Un contrato *forward* es un instrumento financiero derivado en el que las partes se comprometen a comprar o vender un activo en el futuro, en este caso un TES, a un precio fijado en la fecha de negociación del contrato. En los *forward* con liquidación *Non Delivery (NDF)*, la liquidación se realiza por compensación, es decir, que a su vencimiento se compara el precio (o tasa) del mercado contra el precio (o tasa) pactado. En caso de que el primero sea más grande, el comprador del contrato recibe el diferencial entre los dos precios multiplicado por el nominal o viceversa. Este instrumento les permite a los inversionistas del exterior tomar posiciones en TES sin necesidad de comprar directamente el activo.

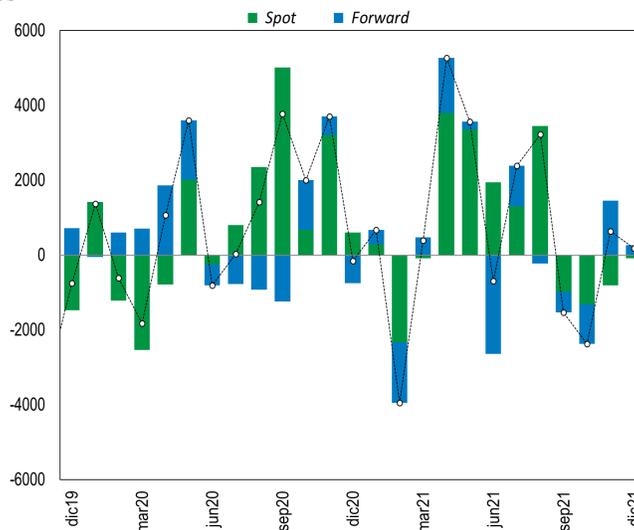
<sup>56</sup>Teniendo en cuenta operaciones extraídas de las plataformas electrónicas de negociación SEN (Sistema Electrónico de Negociación para títulos de deuda pública, administrado por el Banco de la República) y Master Trader (Mercado Electrónico

Gráfico 49: Curva spot en UVR, Colombia



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep.

Gráfico 50: Compras netas de TES en pesos de inversionistas extranjeros

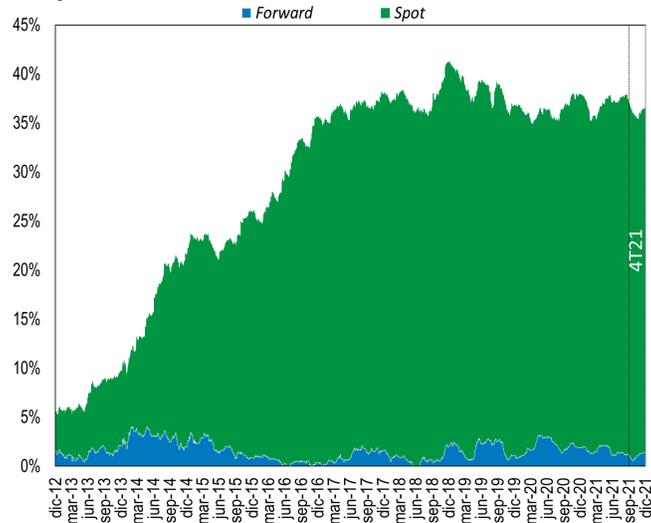


Fuente: Depósito Central de Valores. Banrep. COP mm.

trimestre anterior (COP 2,7 b) y por debajo de la cifra del mismo período del año 2020 (COP 2,8 b) (Gráficos 52 y 53). Los títulos más transados fueron los denominados en pesos que vencen en julio de 2024, cuya participación pasó de 15% a 14% entre el 3T21 y el 4T21, seguidos de los denominados en UVR que vencen en febrero del 2023, cuya participación pasó de 7% a 11%. Cabe mencionar que, como es usual, el tramo largo de la curva fue el más negociado (Gráfico 52).

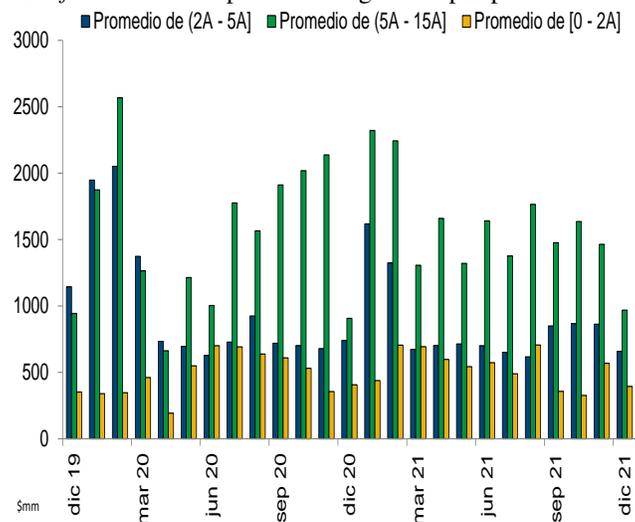
Colombiano, para títulos de renta fija en general, acciones, derivados y divisas, administrado por la Bolsa de Valores de Colombia).

Gráfico 51: Saldo de TES en pesos en manos de extranjeros como porcentaje del saldo en circulación



Fuente: Depósito Central de Valores. Banrep.

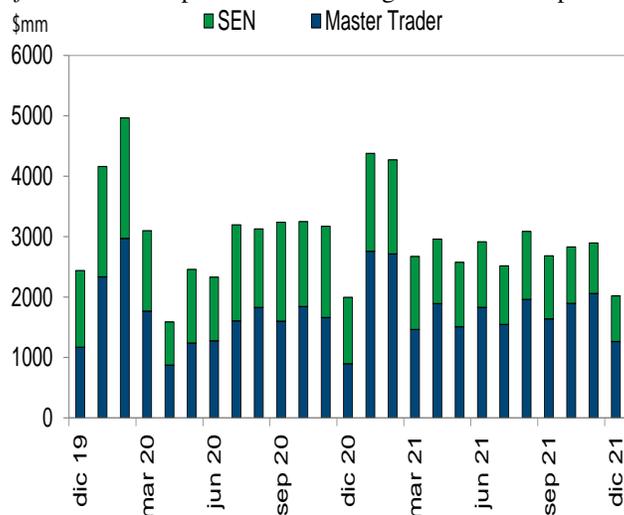
Gráfico 52: Monto promedio negociado por plazos de TES



Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep. Billones de pesos.

Por su parte, el número de contratos negociados de futuros sobre títulos TES disminuyó al pasar de 42.346 contratos en el 3T21 a 29.399 contratos en el 4T21 (cada uno por COP 250 m) que equivalen a COP 7.350 mm.

Gráfico 53: Monto promedio diario negociado de TES por sistema



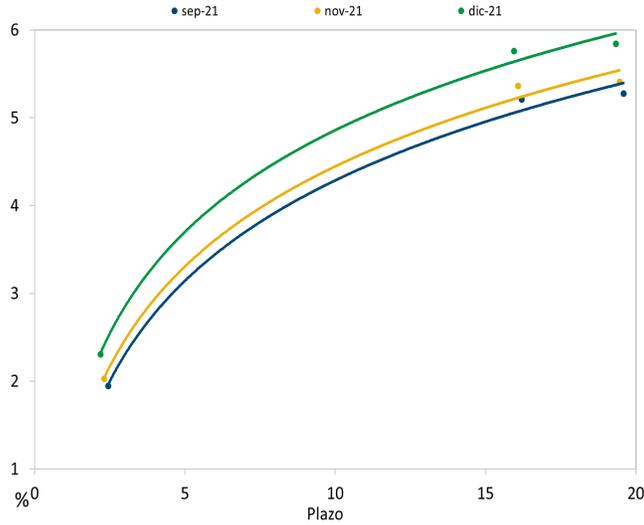
Fuente: Depósito Central de Valores. Banrep. Billones de pesos.

## 6.4 Deuda pública externa de Colombia y los países de la región

En línea con el comportamiento de la deuda pública interna de la mayoría de los países de la región, los bonos de deuda pública externa tanto de Colombia como de sus pares registraron desvalorizaciones durante el 4T21. (Gráficos 51, 52, 48, 49 y 50) motivados por los episodios de incertidumbre política y fiscal que afectaron a las curvas en moneda local. Al observar el comportamiento de la deuda externa durante el 2021, esta registró desvalorizaciones en todos los plazos.(Gráficos 54, 55, 56, 57 y 58).

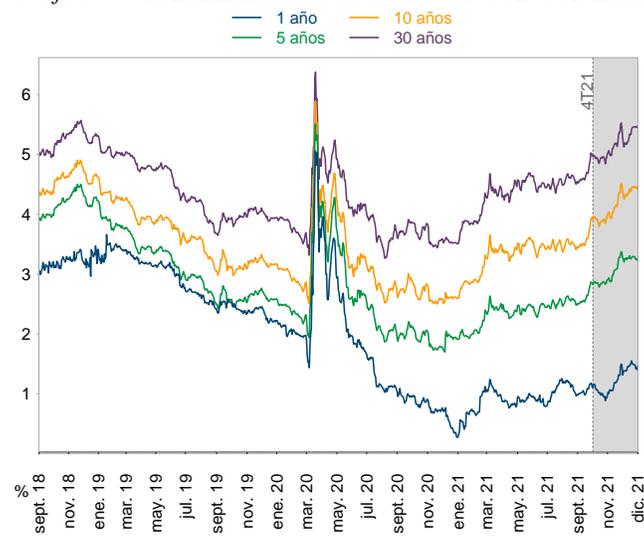
Para el caso de Colombia, en el Gráfico 59 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES denominados en pesos emitidos en el mercado local frente al de los bonos Globales denominados en dólares (colocados en los mercados internacionales), y se observa que en el 4T21 estos *spreads* presentaron variaciones de 116 pb, 42 pb y 13pb para los títulos que vencen a 1, 5 y 10 años, respecto a los cierre del 3T2021 ante mayores desvalorizaciones de la deuda local frente a la externa.

Gráfico 54: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Colombia



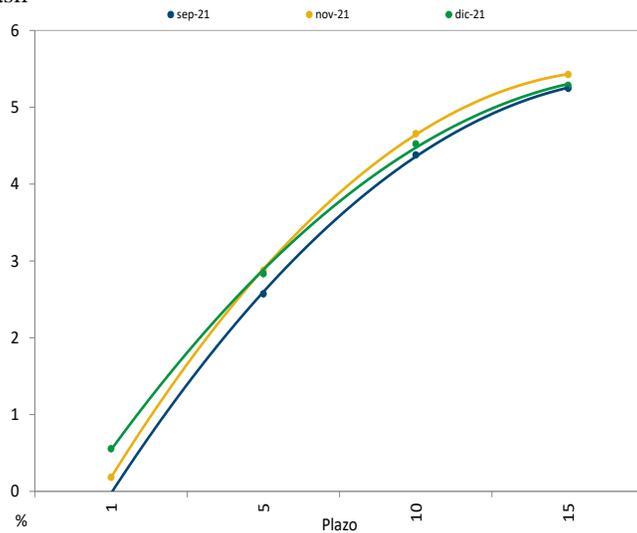
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 55: Rendimientos deuda externa en USD Colombia



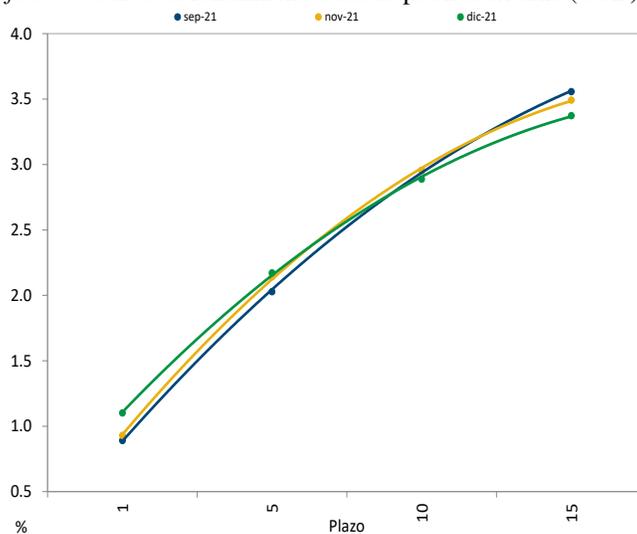
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 56: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Brasil



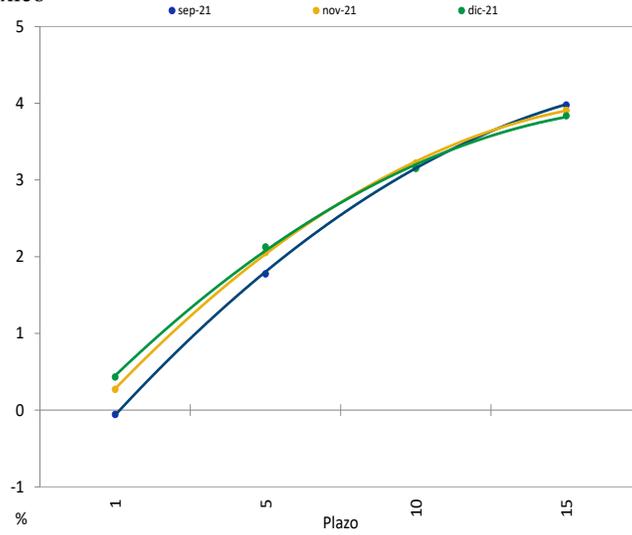
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 57: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Perú



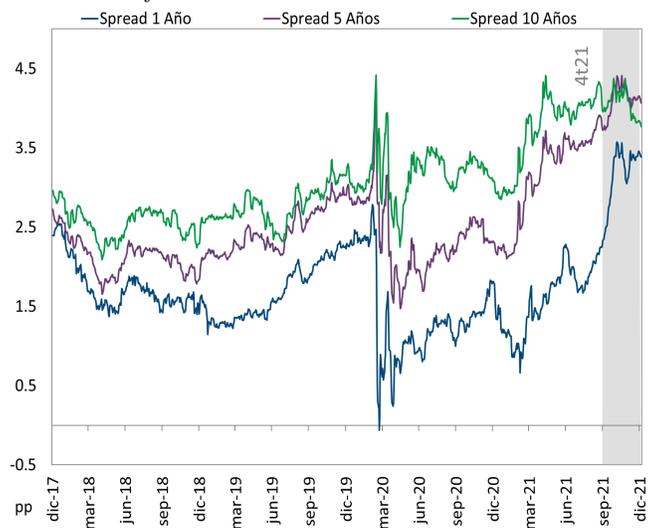
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 58: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) México



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 59: Globales USD vs TES locales



Fuente: Bloomberg y Banrep.

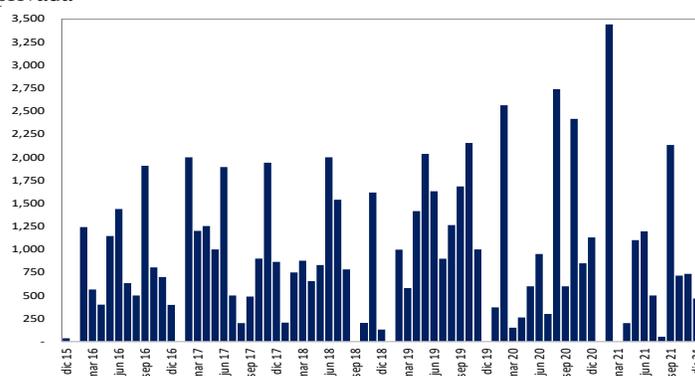
## 7 Mercado de deuda privada

En 2021 las colocaciones en el mercado de deuda privada alcanzaron un monto total de COP 10,5 billones (b), lo cual representa una caída del 18,5%, respecto al año anterior (2020: COP 12,9 b). Las emisiones fueron realizadas principalmente por el sector financiero (COP 6,9 b), mientras que las colocaciones del sector no financiero (COP 2,6 b), fueron las más bajas desde 2014. Por su parte, el sector público realizó colocaciones por COP 1 b.

En el 4T21 las colocaciones en el mercado de deuda privada disminuyeron respecto a las presentadas el trimestre anterior y fueron las menores observadas desde el 2T20 con un total adjudicado de COP 1,9 billones (3T21: COP 2,7 billones) (*Gráfico 60*). Las colocaciones más altas fueron realizadas por Banco Popular y Corficolombiana con un total adjudicado de COP 500 mm cada uno (*Cuadro 9*).

Las colocaciones del trimestre fueron principalmente realizadas por empresas del sector financiero que realizaron el 64%, seguidas por el sector no financiero (36%), mientras que el sector público no realizó colocaciones en el periodo, siguiendo el comportamiento presentado en los trimestres anteriores (*Gráfico 61*).

*Gráfico 60:* Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada



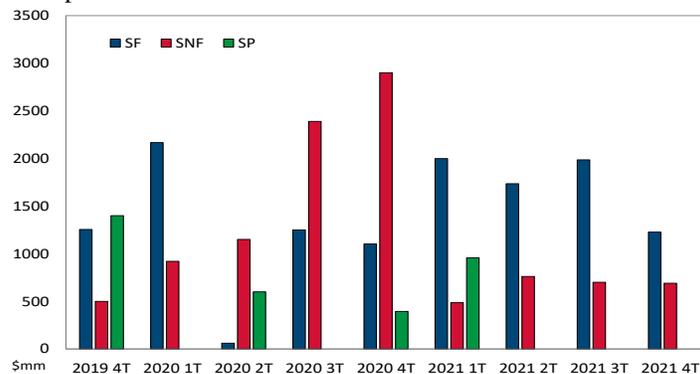
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Por otra parte, se observó que las empresas en el trimestre estuvieron emitiendo principalmente a IPC (50,5%) y en menor medida a UVR (19,4%), IBR (16,1%) y tasa fija (14%). En el año la mayoría de las colocaciones se dieron a IPC (COP 4,9 b) y las emisiones atadas al IBR fueron las más altas desde 2014 (*Gráfico 62*).

Adicionalmente, las colocaciones se realizaron en su mayoría a un plazo de 10 a 20 años (45,6%), seguidas por el plazo de 2 a 5 años (37,4%), 0 a 2 años (11,7%) y 5 a 10 años (5,4%). En el año las colocaciones se dieron principalmente a plazos entre 2 y 5 años (47,9%) (*Gráfico 63*).

Finalmente, la relación entre el monto demandado y el monto colocado (*bid to cover*) disminuyó con

Gráfico 61: Monto colocado por sector en el mercado primario de deuda privada



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

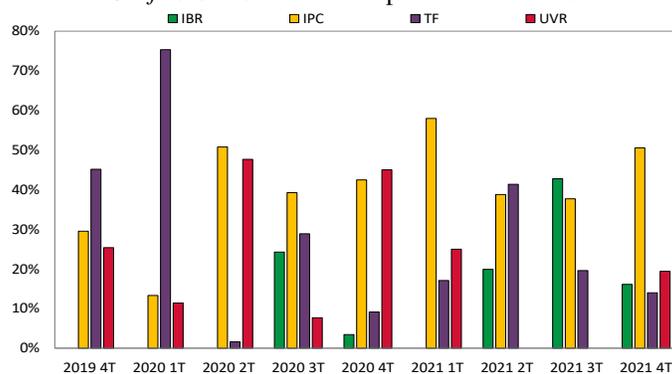
Cuadro 9: Emisiones deuda privada 4T21

Entidad	Monto*	Plazos**	Tasas
Banco Popular S.A.	500	(0 a 5]	IBR, IPC, TF
Bogotá Distrito Capital	162,3	(10 a 20]	UVR, IPC
Corficolombiana S.A.	500	(2 a 20]	IPC
Titularizadora Colombiana S.A.	215,2	(10 a 20]	UVR
Fideicomiso Sura Américas	85	(2 a 5]	IBR
ICETEX	442,7	[0 a 20]	IBR, IPC, UVR
Avista Colombia S.A.	11,6	(2 a 5]	TF

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia, \*miles de millones de pesos,

\*\*años

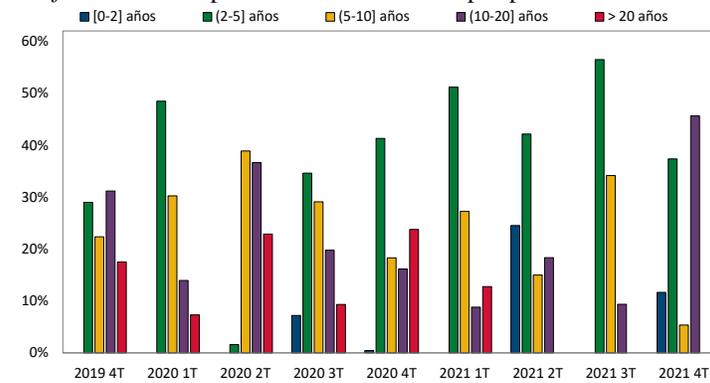
Gráfico 62: Colocaciones por tasa de interés



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

respecto al del trimestre anterior y se ubicó en 1,4 (3T21: 1,8). La demanda total por colocaciones fue de COP 2,7 billones. En adición a lo anterior, la emisión más demandada fue la de Bogotá Distrito Capital (COP 321,1 mm), con un *bid to cover* de 2. En el año el *bid to cover* se ubicó el 1,6, marcando el nivel

Gráfico 63: Participación de las emisiones por plazo de colocación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

más bajo desde que se tiene información (2006).

## 8 Mercado accionario

En 2021 los mercados accionarios de países desarrollados presentaron valorizaciones soportadas por la recuperación económica a nivel global, en un contexto de menores restricciones de movilidad y la continuación de medidas de estímulo implementadas por los países a raíz de la pandemia. No obstante, los mercados de países emergentes tuvieron un comportamiento menos favorable ante expectativas de una política monetaria más contractiva por parte de los bancos centrales a nivel global y algunos factores idiosincráticos. En el periodo los mercados de EE.UU y Europa presentaron valorizaciones de 22,2% y 22,3%, respectivamente<sup>57</sup>, mientras que el mercado de Asia se valorizó un 1,7% y Latinoamérica cayó un 7,6%<sup>58</sup>

En el 4T21 los mercados accionarios a nivel global presentaron un comportamiento mixto. Por una parte, los mercados de EE. UU y Europa presentaron valorizaciones que estuvieron influenciadas principalmente por el optimismo de los inversionistas entorno a la publicación de resultados corporativos del 3T21. Mientras que los mercados de Latinoamérica y Asia presentaron desvalorizaciones. En el trimestre, el mercado bursátil estadounidense presentó el mejor comportamiento con una valorización de 8,8%, seguido por el mercado europeo (7,3%), mientras que el mercado de Asia cayó un 1,2% y el latinoamericano cayó 2,9%<sup>59</sup> (Gráfico 64).

En el trimestre el mercado estadounidense presentó el mejor comportamiento regional y sus principales índices bursátiles alcanzaron nuevos máximos históricos en múltiples ocasiones durante el periodo (10 veces en el caso del *Dow Jones* y el *Nasdaq Composite* y 16 veces en el caso del *S&P 500*)<sup>60</sup>. Las valorizaciones estuvieron soportadas por: *i*) el acuerdo alcanzado en octubre en el congreso americano para elevar el límite de la deuda hasta diciembre, *ii*) el optimismo frente a la publicación de resultados corporativos del 3T21, que se ubicaron en su mayoría por encima de lo esperado por los analistas, sobre los cuales se destacan los resultados de los grandes bancos (Citigroup, Bank of America, Goldman Sachs, Morgan Stanley y JPMorgan) y algunas empresas del sector tecnológico (Tesla, Netflix y Microsoft) y *iii*) la publicación de datos económicos favorables. Sin embargo, las valorizaciones se vieron

<sup>57</sup>Para Estados Unidos se utilizó la variación promedio de los índices *S&P 500*, *Dow Jones* y *Nasdaq Composite* que registraron variaciones de 26,9%, 18,7% y 21,4%, respectivamente. Para Europa se utilizó el *Stoxx 600*.

<sup>58</sup>Para Asia se utilizó el índice *MSCI AC Asia Pacific Local Index* y para América Latina el *MSCI Emerging Markets Latin America Local Index*.

<sup>59</sup>Al 31 de diciembre de 2021, estas cifras se calcularon para los países asiáticos haciendo uso del *MSCI AC Asia Pacific Local Index* (los países y/o regiones constituyentes en el índice eran tanto desarrollados como emergentes. En el primer grupo se encontraron Australia, Hong Kong, Japón, Nueva Zelanda y Singapur. Para el segundo se incluyeron a China, India, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Filipinas, Taiwán y Tailandia). En el caso de los Estados Unidos se utilizó la variación promedio de los índices *S&P 500*, *Dow Jones* y *Nasdaq Composite* que registraron variaciones de 10,6%, 7,4% y 8,3%, respectivamente. Para Europa se utilizó el *Stoxx 600* y para América Latina el *MSCI Emerging Markets Latin America Local Index* (al 31 de diciembre de 2021, en este índice se ponderaban los activos de renta variable cotizados en los mercados bursátiles de Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).

<sup>60</sup>El índice *Dow Jones* alcanzó su punto máximo histórico el 29 de diciembre (36.488,63). Por su parte el índice *Nasdaq Composite* alcanzó su punto máximo histórico el 19 de noviembre (16.057,4), mientras que el índice *S&P 500* alcanzó su punto máximo el 29 de diciembre (4.793,1).

Gráfico 64: Evolución de los índices accionarios a nivel mundial



Fuente: Bloomberg. Base 100: 28 de septiembre de 2018

contenidas levemente por el surgimiento de nuevas variantes de Covid-19, presiones inflacionarias ante el aumento del precio de *commodities* y el impacto de los cuellos de botella sobre las cadenas de suministro y expectativas de una política monetaria menos expansiva por parte de la Reserva Federal.

De manera similar, el índice compuesto del mercado bursátil europeo (*Stoxx 600*) se valorizó en el trimestre y alcanzó en 12 ocasiones nuevos máximos históricos, llegando a su punto máximo el 17 de noviembre<sup>61</sup>. Las valorizaciones del periodo estuvieron explicadas principalmente por la publicación de resultados corporativos positivos del 3T21 por parte de empresas como Nestlé, L’Oreal Thule, UBS y BBVA. Sin embargo, las ganancias se vieron recortadas parcialmente por las preocupaciones respecto a la imposición de restricciones a la movilidad dado el resurgimiento de casos de Covid-19 y el impacto que esto tendría sobre el proceso de recuperación económica en el continente europeo.

En Asia, el índice *Shanghai composite* de China presentó una valorización de 2%, respaldado por el repunte de compañías relacionadas con energía renovable, luego de que el gobierno anunciara que aceleraría la construcción de bases de energía eólica y solar a gran escala, perspectivas de un mayor apoyo político y regulaciones menos estrictas para empresas privadas y expectativas de una mayor relajación monetaria para soportar el sector inmobiliario del país. No obstante, las valorizaciones estuvieron contenidas por las continuas preocupaciones respecto al sector inmobiliario. Mientras que el índice *Nikkei 225* presentó un comportamiento volátil durante el trimestre y cayó 2,2%, ante el nerviosismo a inicios del periodo respecto a situación en China y la incertidumbre sobre los planes de gobierno del nuevo primer ministro. Posteriormente, el mercado se vio afectado por: *i*) la decisión del gobierno de cerrar sus fronteras a visitantes extranjeros, debido a las preocupaciones por la nueva variante de Covid-19, *ii*) las expectativas sobre el endurecimiento de la política monetaria en EE.UU y *iii*) la decisión del Banco de Japón de reducir sus tenencias de papeles comerciales y bonos corporativos de grandes empresas.

<sup>61</sup>El 17 de noviembre, el índice *Stoxx 600* alcanzó un máximo de 489,95 puntos.

Por su parte, el desempeño negativo de Latinoamérica estuvo principalmente influenciado por la caída de los índices *Ibovespa* de Brasil (5,5%) y *S&P/CLX IPSA* de Chile (1,2%). En contraste, los índices bursátiles *S&P/BVL* de Perú, *MSCI COLCAP* de Colombia y *S&P/BMV IPC* de México presentaron valorizaciones de 15,7%, 3,6% y 3,5%, respectivamente (*Gráfico 65*).

*Gráfico 65: Evolución de los índices accionarios de la región*



Fuente: Bloomberg. Base 100: 28 de septiembre de 2018

El comportamiento negativo del índice *Ibovespa* de Brasil estuvo influenciado por las dificultades en la aprobación del proyecto de presupuesto para 2022 e incertidumbre en el frente fiscal. Adicionalmente, a nivel sectorial estuvo explicado por la caída de las acciones de los sectores financiero, consumo discrecional y consumo básico, los cuales tienen una participación cercana al 40% dentro del índice. Cabe destacar que los sectores de consumo básico y discrecional fueron los de peor desempeño de la región en el trimestre (*Gráfico 66*).

Por su parte, las desvalorizaciones del índice *S&P/CLX IPSA* de Chile estuvieron explicadas por: *i*) las preocupaciones a inicios del periodo sobre una posible crisis de deuda en China, el principal demandante del cobre de Chile, *ii*) el trámite del cuarto retiro de ahorros pensionales, que fue rechazado posteriormente por el Senado, *iii*) la incertidumbre en torno a las elecciones presidenciales en primera vuelta y *iv*) la elección del candidato de izquierda (Boric) en la segunda vuelta presidencial. A nivel sectorial, las acciones pertenecientes a los sectores financiero y servicios públicos fueron las más afectadas durante el trimestre (*Gráfico 66*).

La valorización del índice *S&P BMV IPC* de México estuvo en línea con el comportamiento de países desarrollados y soportado además por el buen desempeño de las acciones de los sectores de consumo básico y telecomunicaciones, los cuales tienen una participación de aproximadamente un 50% dentro del índice (*Gráfico 66*).

Por su parte, el índice *S&P BVL* de Perú presentó el mejor desempeño de la región ante la menor incertidumbre política luego de que se diera a conocer el reemplazo del primer ministro de extrema izquierda, Guido Bellido, por una opción más convencional (Mirtha Vásquez) y la ratificación de Julio Velarde

como presidente del Banco Central. Adicionalmente, las acciones pertenecientes a los sectores de materiales, financiero y consumo básico tuvieron el mejor comportamiento dentro del índice y ponderan cerca del del 90%. Adicionalmente los sectores financiero y materiales tuvieron el mejor comportamiento de la región (*Gráfico 66*).

Finalmente, el índice *MSCI Colcap* en el 4T21 se vio favorecido por el buen comportamiento de las acciones pertenecientes al sector financiero y consumo básico, los cuales ponderan más de un 50% del índice (*Cuadro 66*). En línea con lo anterior, durante el trimestre las acciones que tuvieron el mejor desempeño fueron Grupo Sura (40,2%), Nutresa (32,2%) y Terpel (29,3%). No obstante, en el año el índice *MSCI Colcap* cayó 1,9%, ubicándose por debajo del comportamiento promedio de la región (3,4%), debido al desempeño negativo de las acciones pertenecientes al sector de servicios públicos y materiales, los cuales tienen una participación de más del 30% del índice.

Por otra parte, el monto promedio diario negociado en el trimestre fue superior al observado el 3T21 (3T21: COP 87,4 mm vs 4T21: COP 90,51 mm). No obstante, durante el mes de diciembre se observó una caída importante en el monto promedio diario negociado (COP 79,4mm), ubicándose por debajo del promedio del año (COP 91,7 mm) (*Gráfico 67*).

El 10 de noviembre la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) ordenó la suspensión de la negociación de la especie NUTRESA, debido a que fue radicada la solicitud de autorización de Oferta Pública de Adquisición (OPA) por parte de la compañía Nugil SAS, propiedad del grupo Gilinski. Dado lo anterior la BVC suspendió la negociación de esta especie entre el 11 de noviembre y el 22 de noviembre de 2021. La OPA se llevó a cabo entre el 29 de noviembre y el 17 de diciembre de 2021, no obstante, el plazo se extendió posteriormente hasta el 12 de enero de 2022. El precio de compra por acción era de USD 7,71, pagadero en COP o USD y en total el oferente buscaba adquirir entre un 50,1% y un 62,6% de las acciones ordinarias de Nutresa.

El 30 de noviembre la SFC ordenó la suspensión de la negociación de GRUPOSURA, debido a que fue radicada la solicitud de autorización de oferta pública de adquisición –OPA por el Grupo Gilinski a través de Jgdb Holding S.A.S. Dado lo anterior la BVC suspendió la negociación de esta especie entre el 1 de diciembre y el 17 de diciembre de 2021. La OPA se llevó a cabo entre el 24 de diciembre de 2021 y el 11 de enero de 2022. El precio de compra por acción es USD 8,01, pagadero en COP o USD y en total el oferente buscaba adquirir entre un 25,3% y un 31,6% de las acciones ordinarias de Grupo Sura.

Al mirar el comportamiento de los agentes en el mercado de renta variable colombiano se observa que en el trimestre los inversionistas extranjeros continuaron siendo los mayores vendedores netos, aunque redujeron su ritmo de ventas y presentaron las menores salidas trimestrales del año (COP 545,5 mm). En contraste, los fondos de pensiones continuaron siendo los mayores compradores netos (COP 311,9 mm), contrarrestando las ventas de los extranjeros. En el año los inversionistas extranjeros acumularon ventas netas por COP 2,5 b, mientras que en 2020 habían vendido en neto COP 3,4 b. (*Gráfico 68*).

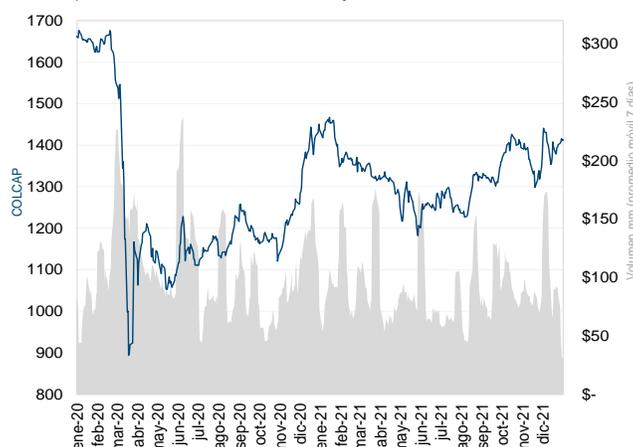
Gráfico 66: Comportamiento promedio de los índices accionarios por sector (4T21)

	Brasil	México	Chile	Perú	Colombia
Telecomunicaciones	-7.3	7.8	-13.8		-5.0
Consumo discrecional	-17.2	-2.4	-4.9		29.3
Consumo básico	-12.8	2.8	-0.4	26.8	32.2
Energía	-5.3		-2.1		-1.4
Financiero	-12.4	2.5	-12.7	12.1	5.8
Salud	-20.5	9.6	28.0		
Industrial	-8.9	4.6		6.3	
Tecnología de la información	-14.3		-28.6		
Materiales	-0.5	0.1	-3.6	31.3	7.1
Industria inmobiliaria	-1.5	13.9	9.4		
Servicios públicos	-4.0		-15.7	5.2	-4.1

Fuente: Bloomberg.

Los sectores corresponden a la casificación GICS y el comportamiento de cada uno está calculado como la variación promedio de las acciones que constituyen cada sector, los valores están en porcentaje.

Gráfico 67: MSCI COLCAP y volumen transado diario



Fuente: Bloomberg.

La volatilidad condicional<sup>62</sup> promedio de la mayoría de los índices bursátiles de la región analizados aumentó durante el trimestre, con respecto al trimestre anterior. En el trimestre, la cifra promedio más alta fue la de Chile (*S&P/CLX IPSA*: 2%), seguido por Brasil (*IBOVESPA*: 1,6%), Perú (*S&P/BVL*: 1,4%), Colombia (*MSCI COLCAP*: 1,2%) y México (*S&P/BMV IPC*: 0,9%). En el año los índices Perú y Chile presentaron la mayor volatilidad promedio de la región y alcanzaron niveles no observados desde marzo de 2020, en medio del proceso de elecciones presidenciales en ambos países<sup>63</sup> (*Gráfico 69*).

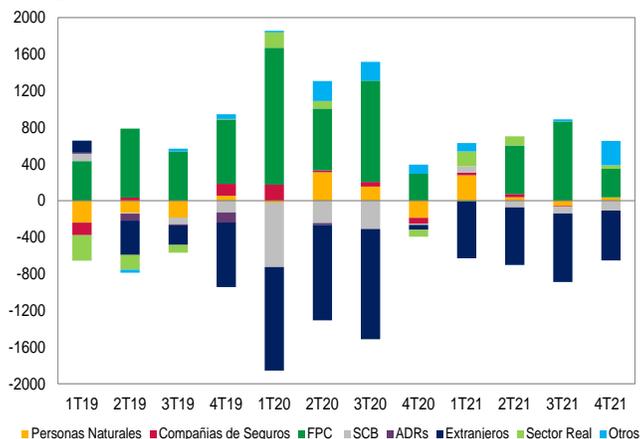
Por otra parte, si se comparan los tamaños de las bolsas de la región mediante la capitalización bursátil<sup>64</sup>

<sup>62</sup>Medida a través de modelos *GARCH(1,1)*.

<sup>63</sup>El 9 de junio la volatilidad condicional del índice *S&P BVL* de Perú alcanzó un nivel de 4,4%. El 23 de noviembre la volatilidad condicional del índice *S&P/CLX IPSA* alcanzó un nivel de 3,8%.

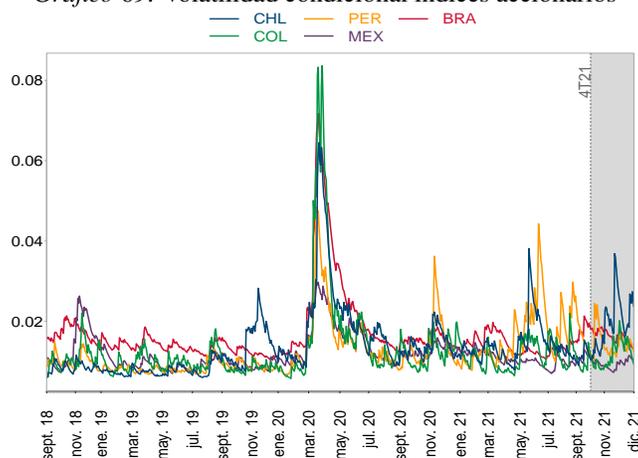
<sup>64</sup>Ajustada por flotante disponible.

Gráfico 68: Compras netas en el mercado de renta variable local por tipo de agente



Fuente: BVC. Cifras en COP mm.

Gráfico 69: Volatilidad condicional índices accionarios



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

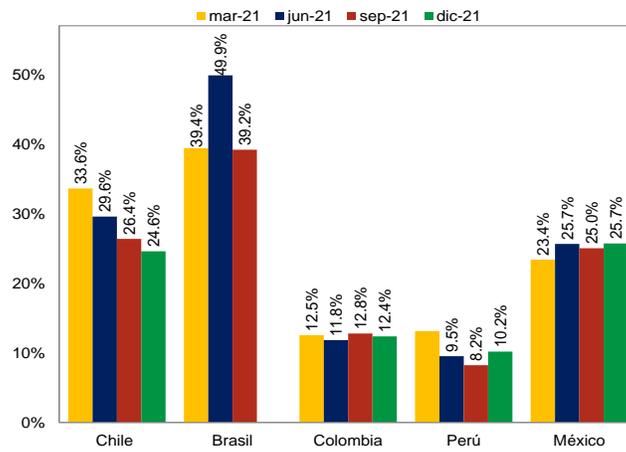
como porcentaje del PIB<sup>65</sup> se observa que, el indicador disminuyó en el trimestre para Chile, y Colombia, mientras que aumentó para Perú y México. En diciembre el dato más alto fue el México (25,7%), seguido por Chile (24,6%), Colombia (12,4%) y Perú (10,2%) (Gráfico 70).

Finalmente, en el mercado de futuros, en cuanto a los que tienen como subyacente el MSCI COLCAP, se negociaron 15.461 contratos de Mini Futuro MSCI COLCAP<sup>66</sup> durante el 4T21 (en el 3T21 se habían negociado 17.144 contratos).

<sup>65</sup>Estimado y/o calculado a partir de los datos del *World Economic Outlook* para el año 2020 y que publicó el Fondo Monetario Internacional en de octubre de 2021.

<sup>66</sup>El valor de cada contrato es igual a COP 2.500 multiplicado por el valor del MSCI COLCAP.

Gráfico 70: Capitalización bursátil ajustada/PIB\*



**Fuente:** Bloomberg, FMI, Federación Mundial de Bolsas y Bolsa de Valores de Colombia. **Cálculos:** Banrep

Se hace uso del PIB anual estimado u oficial a diciembre de 2020. Al momento de preparación de este informe no se contaba con información de Brasil para diciembre 2021.

# Composición de la base de inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública local y variaciones en la sensibilidad de las condiciones financieras domésticas

Sebastián García Andrade  
Andrés Murcia<sup>1</sup>

## I. Introducción

**La composición de la base de inversionistas extranjeros, y en particular la participación de inversionistas no residentes en los mercados locales, puede influir en el comportamiento de los precios de los activos.** Por ejemplo, hay evidencia de que la presencia de inversionistas extranjeros que siguen estrategias de inversión pasiva aumenta la sensibilidad de los flujos de portafolio ante cambios en las condiciones financieras internacionales<sup>2</sup>. Por otro lado, la presencia de extranjeros puede traer beneficios como una mayor liquidez al aumentar el número de participantes en los mercados locales.

**Además, cambios en las condiciones financieras globales se pueden transmitir más fácilmente entre economías si la presencia de no-residentes en los mercados financieros locales es mayor.** Por ejemplo, Miranda-Agrippino y Rey (2015)<sup>3</sup> encuentran que el precio de algunos activos puede ser explicado por un solo factor global, que a su vez está determinado por la política monetaria en Estados Unidos. Asimismo, al analizar la correlación entre la presencia de extranjeros en los mercados financieros de deuda pública local y la sensibilidad de esos activos a las tasas de interés en Estados Unidos, se observa que en aquellos países donde hay una mayor participación de no-residentes en la deuda pública local existe una mayor sensibilidad de sus títulos de deuda pública ante variaciones de las tasas de interés en EE.UU (Gráfico 1) (Romero et. al 2021<sup>4</sup>).

**En este recuadro se analiza la relación entre la participación de extranjeros en el mercado local de deuda pública y la sensibilidad de las condiciones financieras locales frente a cambios en factores globales. Asimismo, explora cómo la composición de esa base inversionista de no residentes y su participación en el total de agentes en el mercado podría afectar dicha sensibilidad.**

**Los resultados sugieren que la presencia de inversionistas no residentes en el mercado de deuda pública local está correlacionada con una mayor susceptibilidad de las condiciones financieras locales a factores globales. Además, el tipo de inversionista no residente podría amplificar la sensibilidad de los mercados de deuda pública local a las condiciones financieras internacionales.**

---

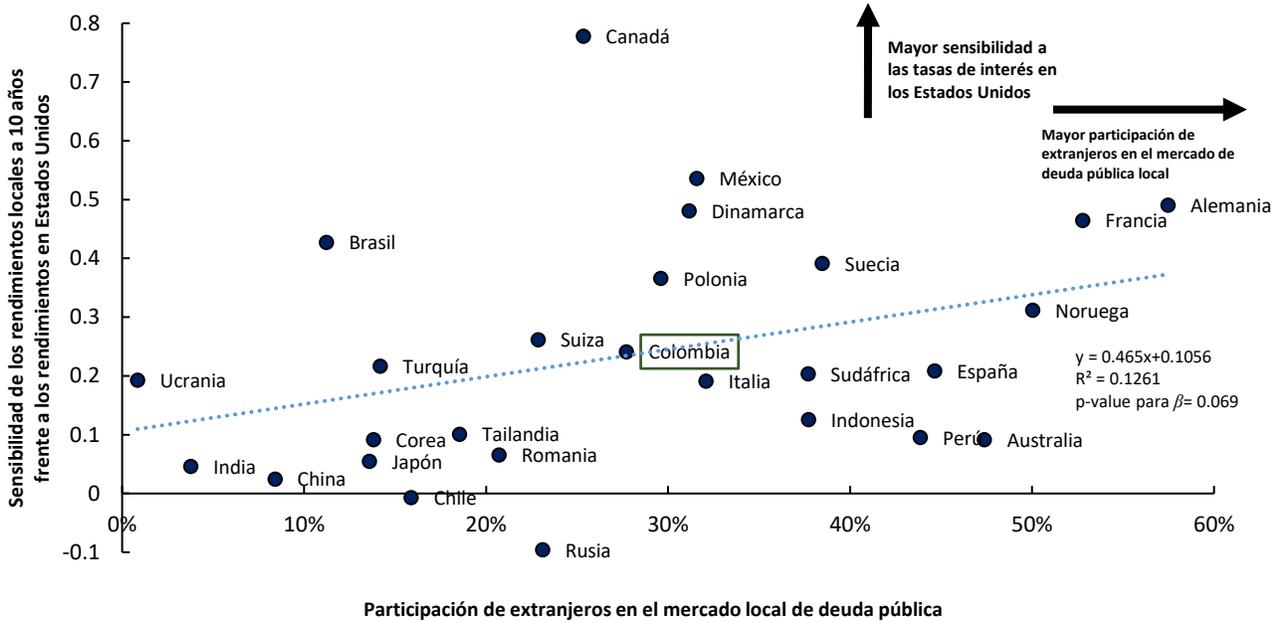
<sup>1</sup> Los autores son profesional especializado y director de la Unidad de Asuntos Internacionales del Banco de la República, respectivamente. Las opiniones presentadas en este documento no representan la posición oficial del Banco de la República o de su Junta Directiva. Se agradecen los valiosos comentarios y observaciones de Hernando Vargas, Pamela Cardozo, Juan Sebastián Rojas y Carlos Quicazán. Cualquier error u omisión es responsabilidad exclusiva de los autores.

<sup>2</sup> Fondo Monetario Internacional – Reporte de Estabilidad Financiera Global - Abril 2019

<sup>3</sup> [US Monetary Policy and the Global Financial Cycle](#), NBER Working Papers 21722, National Bureau of Economic Research

<sup>4</sup> [How foreign participation in the Colombian local public debt market has influenced domestic financial conditions](#), *Latin American Journal of Central Banking*, volume 2, issue 4.

**Gráfico 1. Presencia de extranjeros y sensibilidad a las tasas de interés en EE.UU**



Fuente: Elaboración propia con información de Bloomberg. \*La sensibilidad de los rendimientos se refiere al coeficiente *Beta* en la siguiente regresión  $dy = \alpha + \beta dy^* + \theta VIX + \zeta$ , donde  $y$  son los rendimientos para cada país en la muestra,  $y^*$  son los rendimientos en los Estados Unidos y  $VIX$  es el índice de volatilidad implícita de la *Chicago Board of Trade*. La información de participación de extranjeros se obtiene de Arslanalp y Tsuda (IMF WP 14/39 y IMF WP 12/284).

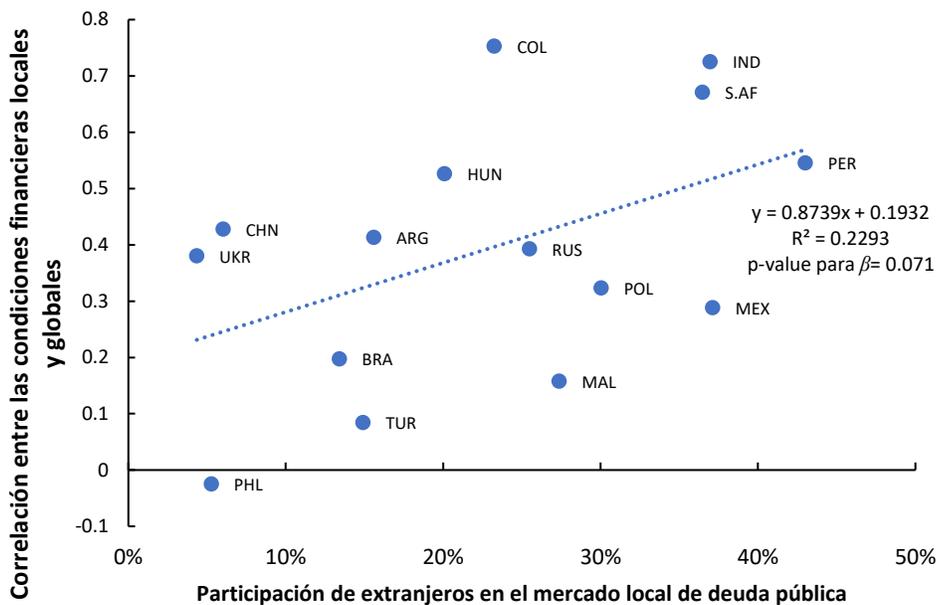
## II. Inversionistas no residentes y sensibilidad a las condiciones financieras internacionales

**La presencia de inversionistas no residentes en el mercado local de deuda pública podría influir en las condiciones financieras locales y en su sensibilidad a factores globales dadas las decisiones de portafolio de esos agentes.** Por ejemplo, al invertir en varios países, inversionistas no residentes podrían verse influenciados por factores internacionales que no necesariamente afectan las decisiones de inversionistas restringidos al mercado local. Asimismo, hay factores particulares de cada economía que afectan las decisiones de los inversionistas no residentes.

**Una mayor participación de extranjeros en los mercados de deuda pública local está asociada con una mayor sensibilidad a las condiciones financieras internacionales.** En el Gráfico 2 se observa la relación entre la participación de inversionistas no residentes en los mercados locales de deuda pública y la correlación entre condiciones financieras locales y globales<sup>5</sup> para un grupo de economías emergentes. El gráfico muestra que, durante el periodo 2015 – 2020, países que tuvieron una mayor participación de extranjeros en su deuda pública local presenciaron una mayor correlación entre sus condiciones financieras y las condiciones financieras globales. No obstante, la dispersión en torno a esta relación es bastante alta lo que sugiere que deben existir otras variables que expliquen este fenómeno.

<sup>5</sup> Las condiciones financieras se miden a través de un índice calculado por el FMI que fue presentado originalmente en el Reporte de Estabilidad Financiera Global de abril / 2017. Este índice incluye información sobre tasas de interés de corto plazo, *spreads* interbancarios, prima a término, riesgo país, precios de acciones, tasa de cambio y precios de vivienda. Estas variables se agregan utilizando ponderadores obtenidos de una metodología de componentes principales para calcular el índice que refleja las condiciones financieras de cada economía. Mayores valores del índice significan condiciones financieras más restrictivas. Véase el capítulo 3 “*Are countries losing control of domestic financial conditions?*” en el Reporte de Estabilidad Financiera Global del FMI, abril 2017.

**Gráfico 2. Participación de extranjeros y correlación con las condiciones financieras globales**



Fuente: Cálculos del Banco de la República con información de Arslanalp y Tsuda (2014) y FMI (2017). Promedio de la participación de no residentes en los mercados locales de deuda pública en el periodo 2015-2020 y correlación entre los índices local y global de condiciones financieras.

**Además de la presencia de inversionistas extranjeros en los mercados locales, la composición de este grupo de agentes también podría influir en la sensibilidad de los mercados financieros locales a las condiciones financieras globales.** Por ejemplo, es de esperar que agentes con un horizonte de inversión de más largo plazo como fondos de pensiones reaccionen de forma diferente a choques financieros internacionales en comparación con inversionistas de corto plazo como lo son los fondos de cobertura (*hedge funds*). En ese sentido, dependiendo de su estrategia y horizonte de inversión, los extranjeros podrían incrementar la volatilidad e impulsar desvalorizaciones en activos locales durante periodos de *stress* financiero internacional.

Para evaluar esta hipótesis se utiliza la base de datos de Arslanalp y Tsuda (2014)<sup>6</sup>, la cual contiene información trimestral sobre la composición de inversionistas en los mercados de deuda pública de economías emergentes, incluyendo la participación de inversionistas no residentes y discriminando estos agentes entre bancos, no bancos e instituciones oficiales<sup>7</sup>. Para evaluar cómo se relaciona la composición de inversionistas con las condiciones financieras se comparan los datos de Arslanalp y Tsuda con el índice de condiciones financieras calculado por el FMI y presentado en la primera parte del documento.

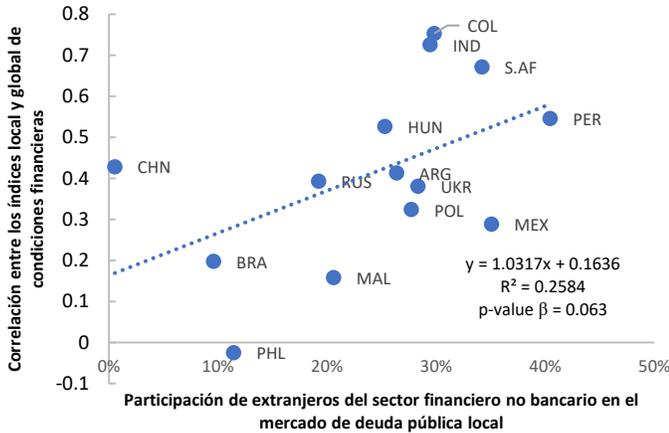
**Al discriminar por tipo de inversionista, se encuentra que aquellos mercados emergentes donde la presencia de extranjeros del sector financiero no bancario es mayor, suelen presentar condiciones financieras más volátiles y correlacionadas con el ciclo financiero global** (Gráfico 3 y Gráfico 4). Se podría esperar que estos agentes transmitan variaciones en las condiciones financieras entre países. En

<sup>6</sup> *Tracking global demand for emerging market sovereign debt*. IMF Working Paper 14/39

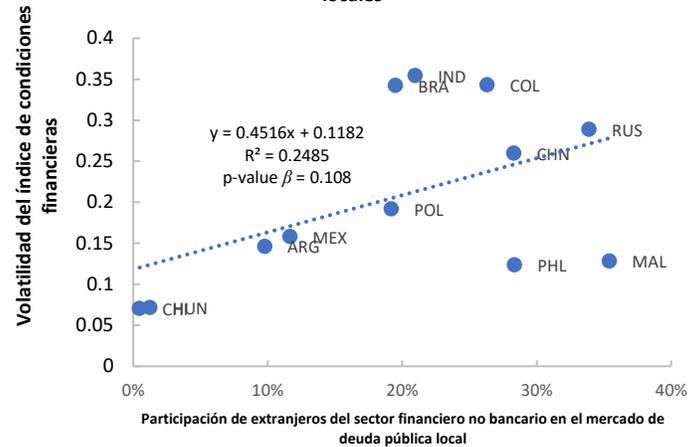
<sup>7</sup> Los bancos no residentes son aquellas instituciones de depósito que reportan en las estadísticas bancarias internacionales del Banco de Pagos Internacionales, instituciones oficiales incluye a los bancos centrales extranjeros que poseen títulos de economías emergentes en sus activos de reserva, mientras que los no bancos extranjeros son administradores de activos que se imputan a partir de las estadísticas de deuda externa y total.

contraste, la presencia de inversionistas extranjeros del sector bancario no exhibe correlaciones significativas (Gráfico 5 y Gráfico 6) ni tampoco para el caso de los inversionistas extranjeros del sector oficial<sup>8</sup>. Esto sugiere que el tipo de inversionista extranjero, además de su participación en el total del mercado, es también un factor relevante a la hora de determinar la sensibilidad de las condiciones financieras locales ante cambios en las condiciones financieras internacionales.

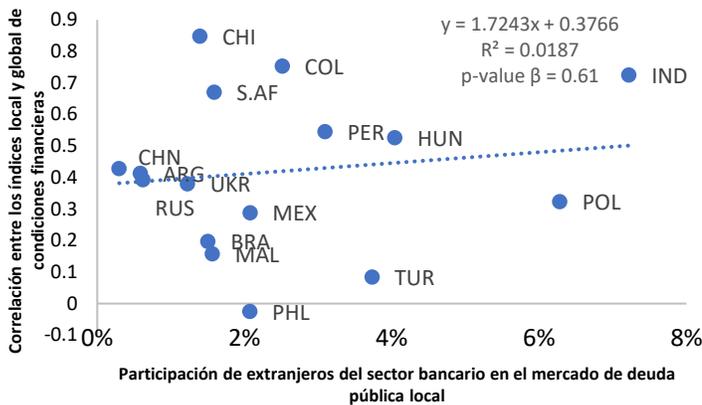
**Gráfico 3. Participación de extranjeros del sector financiero no bancario y sensibilidad a las condiciones financieras internacionales**



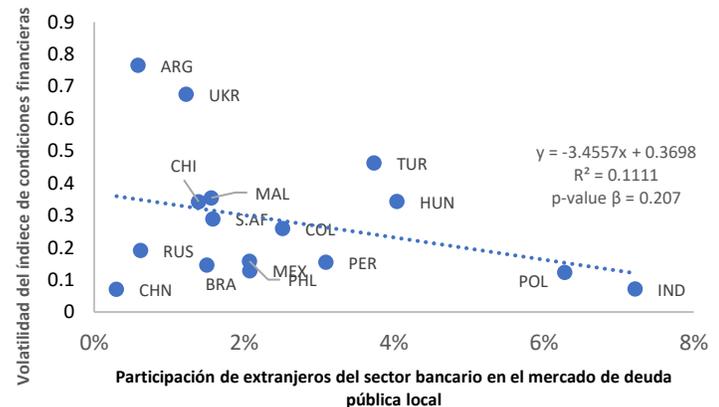
**Gráfico 4. Participación de extranjeros del sector financiero no bancario y volatilidad de las condiciones financieras locales**



**Gráfico 5. Participación de extranjeros del sector bancario y sensibilidad a las condiciones financieras internacionales**



**Gráfico 6. Participación de extranjeros del sector bancario y volatilidad de las condiciones financieras locales**



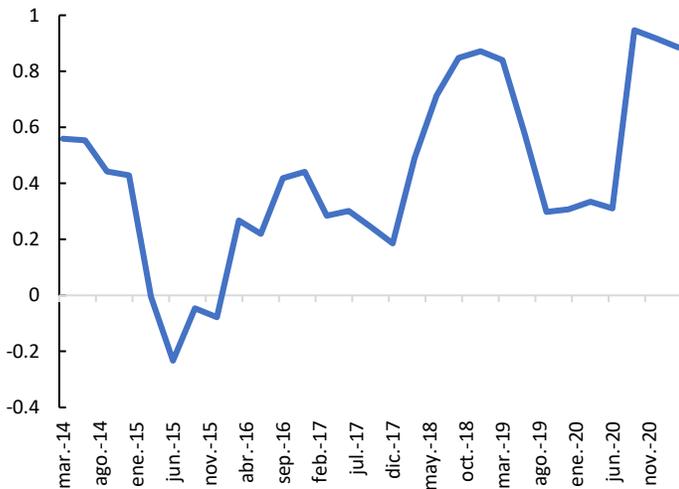
Fuente: Arslanalp y Tsuda (2014), GFSR Abril 2017. Cálculos BR. Se muestra la correlación entre el índice de condiciones financieras de cada país y el índice de condiciones financieras globales en el periodo 2015 – 2020. En cuanto a la volatilidad, se refiere a la varianza del índice de condiciones financieras para cada país en el periodo 2015 – 2020

<sup>8</sup> Se analizó también el caso de las entidades gubernamentales (principalmente fondos soberanos) y tampoco exhibe una correlación significativa entre la participación de extranjeros y el nivel de sensibilidad de las tasas de interés y la volatilidad de las condiciones financieras.

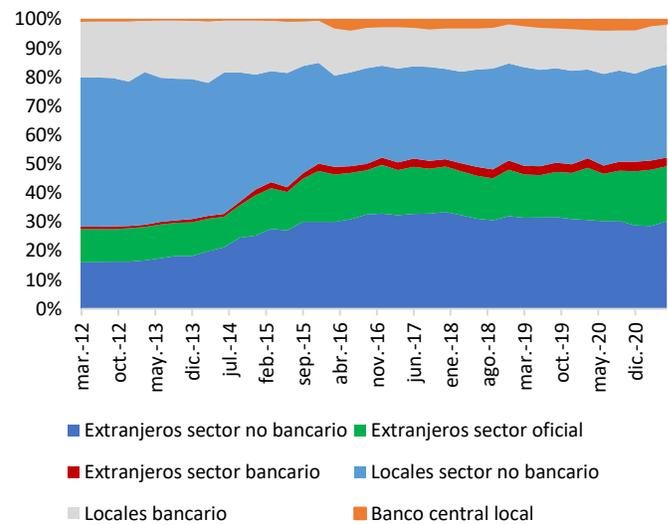
### III. Participación de no residentes en el mercado de TES y sensibilidad del mercado a las condiciones financieras internacionales

Al analizar el caso de Colombia, se observa que la correlación entre las condiciones financieras locales y globales ha sido positiva (Gráfico 7) y ha tendido a aumentar en los últimos años, mientras que al mismo tiempo aumentaba la participación del sector financiero no bancario extranjero en el mercado local de deuda pública (Gráfico 8). Como era de esperarse, la importante entrada de inversionistas extranjeros que se evidenció desde 2014, en gran parte explicada por el incremento de la ponderación de los títulos colombianos en el *Global Bond Index* de JPMorgan, estuvo acompañada de una recomposición de los tenedores de deuda y un aumento en la sensibilidad de las condiciones financieras locales ante variaciones en las condiciones financieras globales.

**Gráfico 7. Correlación entre el índice de condiciones financieras en Colombia y el índice de condiciones financieras global**



**Gráfico 8. Composición de la base inversionista de la deuda pública colombiana**



Fuente: Arslanalp y Tsuda (2014), FMI (2017). Cálculos BR. Se muestra la correlación móvil en una ventana de 36 meses entre el índice de condiciones financieras global y el índice de condiciones financieras para Colombia.

### IV. Conclusiones

Los resultados sugieren que la presencia de no residentes en los mercados de deuda pública local está correlacionada con una mayor sensibilidad de las condiciones financieras locales ante cambios en factores globales. Además, el tipo de inversionistas extranjeros podría amplificar la sensibilidad de los mercados financieros locales a las condiciones financieras internacionales. Una mayor presencia de inversionistas extranjeros del sector financiero no bancario está asociada con una mayor sensibilidad y volatilidad de las condiciones financieras.

Estos resultados implican que se debe continuar realizando un seguimiento de las condiciones financieras globales y de los agentes extranjeros que participan en los mercados locales, ya que ambos tienen una influencia significativa en las condiciones financieras locales. Choques internacionales podrían transmitirse a los mercados locales, y los beneficios de la participación de no residentes, como puede ser una mayor liquidez del mercado, podrían reducirse rápidamente en caso de unas condiciones financieras internacionales más restrictivas.

## Referencias

Arslanalp, S., & Tsuda, T. (2014). "Tracking Global Demand for Emerging Market Sovereign Debt". *IMF Working Paper* 14/39

FMI (2017). "Are countries losing control of domestic financial conditions?", en *Global Financial Stability Report April 2017*.

FMI (2019). "Vulnerabilities in a Maturing Credit Cycle", en *Global Financial Stability Report April 2019*.

Miranda-Agrippino, S y H. Rey (2015) *US Monetary Policy and the Global Financial Cycle*, *NBER Working Papers* 21722, National Bureau of Economic Research

Romero, JV, H.Vargas, P.Cardozo & A.Murcia (2021); How foreign participation in the Colombian local public debt market has influenced domestic financial conditions, *Latin American Journal of Central Banking*, volume 2, issue 4.