

RMF

Reporte de Mercados Financieros

II trimestre de 2021





REPORTE DE MERCADOS FINANCIEROS

Segundo Trimestre del 2021

Banco de la República

Actualizado 05/08/2021 - En esta versión se incluyó en la página 3 una mención a los recuadros que se presentan en el reporte. Adicionalmente, se publica nuevamente el recuadro 1 de momentum en mercados accionarios emergentes: ¿ha sido Colombia ganadora o perdedora y cuáles variables explican su desempeño? dado que se incluyó la bibliografía y se realizaron algunos ajustes en el texto y en el orden de las gráficas del recuadro.

Julio de 2021

Gerencia Técnica

Hernando Vargas
Gerente

Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales

Pamela Cardozo
Subgerente

Departamento de Operaciones y Análisis de Mercados

Juan Sebastián Rojas
Director

Sección Análisis de Mercados Financieros y Regulación Cambiaria

Carlos Andrés Quicazán
Jefe

Sara Ariza

Ittza Alejandra Barreto

Laura Viviana León

Diego Alejandro Martínez

Julián Camilo Mateus

Camilo Andrés Orozco

Cristhian Hernando Ruiz

Nicolás Fernando Torres

Estudiantes en práctica profesional

Sergio Julian Alonso Murillo

Natalia Rodriguez Pineda

Recuadros

Momentum en mercados accionarios emergentes: ¿ha sido Colombia ganadora o perdedora y cuáles variables explican su desempeño?

Autores: Juan S. Lemus E. & Laura V. León D.

La relación entre los niveles de impuestos y la participación de extranjeros en mercados locales de deuda pública

Autores: Juan Pablo Maya & Andrés Murcia

Contenido

1	Introducción	6
2	Resumen ejecutivo	8
2.1	Entorno internacional	8
2.2	Percepción de riesgo a nivel local	8
2.3	Mercado cambiario	9
2.4	Política monetaria y mercado monetario local	9
2.5	Mercado de deuda pública interna y externa	9
2.6	Mercado accionario	10
3	Entorno internacional	11
4	Percepción de riesgo a nivel local	21
5	Mercado cambiario	26
5.1	Mercado cambiario global	26
5.2	Mercado cambiario colombiano	28
6	Mercado monetario y renta fija	32
6.1	Tasas de interés en Latinoamérica	32
6.2	Mercado monetario colombiano	33
6.3	Mercado de deuda pública	35
6.3.1	Deuda pública interna de Estados Unidos y los países de la región	35
6.3.2	Deuda pública interna de Colombia	38
6.4	Deuda pública externa de Colombia y los países de la región	43
7	Mercado de deuda privada	46
8	Mercado accionario	48
9	Recuadro 1: <i>Momentum</i> en mercados accionarios emergentes: ¿ha sido Colombia ganadora o perdedora y cuáles variables explican su desempeño?	52
9.1	Estrategia de inversión de <i>momentum</i> : definición y pautas para su construcción	52
9.2	Estrategias de <i>momentum</i> cubierta y descubierta: consideraciones y cálculo.	54
9.3	Estrategias de <i>momentum</i> cubierta y descubierta: resultados para los países emergentes y situación de Colombia frente al resto de jurisdicciones analizadas	55
9.3.1	Estrategia de <i>momentum</i> descubierta	56
9.3.2	Estrategia de <i>momentum</i> cubierta	58
9.4	Comparación relativa de los países emergentes mediante el análisis de variables macroeconómicas y de mercado, cuando han sido ganadores y perdedores	59
9.5	¿Qué explica los retornos de <i>momentum</i> cubiertos y descubiertos para los emergentes?	62

Índice de Gráficos

1	Resumen de mercados financieros durante el 2T21	11
2	Confianza de los consumidores en economías desarrolladas	12
3	PMI manufacturero en economías desarrolladas	12
4	PMI de servicios en economías desarrolladas	12
5	Crecimiento 2020 y proyecciones de crecimiento del Banco Mundial para 2021	13
6	Personas con una dosis y totalmente vacunados por cada cien habitantes	13
7	Número de nuevos casos semanales de Covid-19	14
8	Número de nuevas muertes semanales de Covid-19	14
9	Tasas OIS a cinco años en economías desarrolladas	15
10	Inflación en economías desarrolladas	16
11	Desempleo en economías desarrolladas	16
12	Nóminas no agrícolas y solicitudes iniciales de desempleo en EE.UU	16
13	Pronósticos del precio spot promedio anual WTI y Brent	17
14	Cambio en los precios de productos básicos	18
15	Índices de percepción de riesgo en EE.UU. y Europa	18
16	<i>Credit Default Swaps</i> 5 años de Latinoamérica	19
17	<i>Spreads</i> deuda soberana Latinoamérica (EMBI)	19
18	Flujos de capital extranjero en el mercado de renta fija de economías emergentes	20
19	Flujos de capital extranjero en el mercado de renta variable de economías emergentes	20
20	Flujos diarios acumulados de inversión de portafolio a economías emergentes	21
21	Mapa de calor de variables macroeconómicas y de percepción de riesgo a nivel internacional y local	23
22	Índices de confianza	24
23	Expectativas de crecimiento (EOF)	25
24	Expectativas de inflación (EOF)	25
25	<i>Spread</i> entre las tasas activas preferenciales y las tasas cero cupón de los TES	25
26	<i>Spread</i> crediticio - tasas de tesorería a 30 días y tasa TES 30 días	25
27	VIX vs índices de monedas	26
28	Tasas de cambio de Latinoamérica	27
29	Volatilidad condicional de las tasas de cambio de Latinoamérica	28
30	Precio del petróleo frente al peso colombiano	30
31	Devaluación Implícita (Observada – Teórica*)	31
32	<i>Forwards</i> y futuros de la CRCC	31
33	Tasas de política monetaria de países latinoamericanos	32
34	Inflación IPC en los países de la región	33
35	Tasa de referencia BR, TIB e IBR O/N	34
36	Posición neta del Banco de la República en el mercado monetario	34
37	Promedio mensual de saldos diarios 2018 - 2021	35
38	Monto operado vigente <i>SWAPS</i> IBR en CME y en el mercado local	35
39	Evolución IBR O/N, 1M, 3M y 6M y tasas OIS 9M y 1A	36
40	Curva cero cupón de EE.UU.	36
41	Curvas cero cupón de países de la región	37
42	Proyección de vencimientos TES	41
43	Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de referencia del BR	42

44	Curva <i>spot</i> en pesos, Colombia	42
45	Curva <i>spot</i> en UVR, Colombia	42
46	Compras netas de TES en pesos de inversionistas extranjeros	43
47	Saldo de TES en pesos en manos de extranjeros como porcentaje del saldo en circulación	43
48	Monto promedio negociado por plazos de TES	43
49	Monto promedio diario negociado de TES por sistema	44
50	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Colombia	44
51	Rendimientos deuda externa en USD Colombia	45
52	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Brasil	45
53	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Perú	45
54	Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) México	45
55	Globales USD vs TES locales	46
56	TES Globales vs TES locales	46
57	Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada	46
58	Monto colocado por sector en el mercado primario de deuda privada	47
59	Colocaciones por tasa de interés	47
60	Participación de las emisiones por plazo de colocación	47
61	Evolución de los índices accionarios a nivel mundial	48
62	Evolución de los índices accionarios de la región	49
63	COLCAP y volumen transado diario	50
64	Compras netas en el mercado de renta variable local por tipo de agente	51
65	Volatilidad condicional índices accionarios	51
66	Capitalización bursátil ajustada/PIB*	51
67	Resumen países ganadores y perdedores en la estrategia descubierta	56
68	Periodos en los que Colombia fue ganador o perdedor en estrategia descubierta	57
69	Resumen países ganadores y perdedores en la estrategia cubierta	58
70	Periodos en los que Colombia fue ganador o perdedor en estrategia cubierta	59
71	Periodos en los que Colombia fue ganador y perdedor y el petróleo	61
72	Resumen países ganadores y perdedores en la estrategia de <i>momentum</i> sobre las acciones del COLCAP	61
73	Retornos de <i>momentum</i> en USD para la estrategia cubierta y descubierta	62
74	Correlación de orden 30 entre los retornos de <i>momentum</i> y algunas variables de mercado	63
75	Variables de análisis entre 2000-2005 cuando Colombia fue ganador - estrategia descubierta	65
76	Variables de análisis entre 2006-2010 cuando Colombia fue ganador - estrategia descubierta	65
77	Variables de análisis entre 2011-2015 cuando Colombia fue ganador - estrategia descubierta	66
78	Variables de análisis entre 2000-2005 cuando Colombia fue perdedor - estrategia descubierta	67
79	Variables de análisis entre 2006-2010 cuando Colombia fue perdedor - estrategia descubierta	67
80	Variables de análisis entre 2011-2015 cuando Colombia fue perdedor - estrategia descubierta	68
81	Variables de análisis entre 2016-2021 cuando Colombia fue perdedor - estrategia descubierta	68
82	Variables de análisis entre 2000-2005 cuando Colombia fue ganador - estrategia cubierta	69
83	Variables de análisis entre 2006-2010 cuando Colombia fue ganador - estrategia cubierta	69
84	Variables de análisis entre 2011-2015 cuando Colombia fue ganador - estrategia cubierta	70
85	Variables de análisis entre 2016-2021 cuando Colombia fue ganador - estrategia cubierta	70
86	Variables de análisis entre 2000-2005 cuando Colombia fue perdedor - estrategia cubierta	71
87	Variables de análisis entre 2006-2010 cuando Colombia fue perdedor - estrategia cubierta	71

88	VARIABLES DE ANÁLISIS ENTRE 2011-2015 CUANDO COLOMBIA FUE PERDEDOR - ESTRATEGIA CUBIERTA	72
89	VARIABLES DE ANÁLISIS ENTRE 2016-2021 CUANDO COLOMBIA FUE PERDEDOR - ESTRATEGIA CUBIERTA	72
90	DESCRIPCIÓN DE LAS VARIABLES	73

Índice de Tablas

1	Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense	26
2	Intervención cambiaria del BCB (compras netas incluyendo vencimientos)	28
3	Intervención cambiaria del BCCh (compras netas incluyendo vencimientos)	29
4	Intervención cambiaria del BCRP (compras netas incluyendo vencimientos)	29
5	Intervención cambiaria del Banxico	29
6	Intervención cambiaria del Banco de la República de Colombia	29
7	Variaciones de las tasas de política monetaria en Latinoamérica a junio de 2021	32
8	Inflación año completo y meta de inflación 2021	33
9	Emisiones deuda privada 2T21	47
10	Comportamiento promedio de los índices accionarios por sector (1T21)	50
11	Canastas de ganadores y perdedores seleccionadas por estrategia	55

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 segundo trimestre de 2021 (2T21) se caracterizó por ser un periodo de optimismo ante las expectativas de una recuperación económica global más rápida de lo anticipado previamente. La continuación del estímulo fiscal y monetario, los avances en un proceso de vacunación sin precedentes en la historia de la humanidad y la reapertura económica en países desarrollados y emergentes han sido los principales catalizadores de este mayor optimismo. Lo anterior llevó a un fortalecimiento de los mercados accionarios en las economías desarrolladas y en la mayoría de economías emergentes. Adicionalmente, los precios de los *commodities* continuaron aumentando, alcanzando niveles máximos de los años más recientes. Sin embargo, este ritmo de recuperación también estuvo acompañado de presiones inflacionarias significativas en EE.UU y algunos países de la región. No obstante, las tasas de largo plazo de los bonos soberanos de los EE.UU. (Tesoros) han presentado reducciones importantes ante la expectativa del mercado de que las presiones inflacionarias recientes son de carácter transitorio.

En cuanto a la región los activos financieros han presentado un desempeño mixto, favorecidos por un mayor apetido por activos de economías emergentes y presionados por fuentes de incertidumbre política, fiscal y sanitaria, así como por presiones inflacionarias lo que llevaría a que las autoridades monetarias adopten una postura menos expansiva en el corto plazo.

A nivel local, durante el 2T21, aumentó la percepción de riesgo como consecuencia de: i) la incertidumbre fiscal asociada a la presentación y posterior retiro de la reforma fiscal propuesta por el Gobierno; ii) la incertidumbre sociopolítica tras las protestas que se dieron como reacción inicial a la propuesta fiscal; iii) la incertidumbre sanitaria asociada al rápido aumento del número de casos de Covid-19 y iv) la incertidumbre crediticia luego que S&P Global retirara el grado de inversión al país el 19 de mayo, seguido por Fitch Ratings, quien tomó la misma decisión el 1 de julio. No obstante, el dato de crecimiento del 1T21 (obs: 1,1 % a/a; esp: -0,4 %), así como las cifras de confianza y actividad económica publicadas durante el 2T21 evidenciaron una resiliencia de la economía colombiana, lo que llevó a que los analistas del mercado a que aumentaran sus proyecciones de crecimiento para 2021. Así, el peso colombiano presentó un comportamiento volátil durante el periodo y se depreció un 1,9 %, mientras que las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos presentaron variaciones de 60 puntos básicos (pb), 45 pb y 13 pb para los plazos de 2, 5 y 10 años, respectivamente.

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 compor-

tamiento 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, en esta edición, se incluyen dos recuadros: en el primero se estudia la relación entre los niveles de impuestos de un país y la participación de inversionistas extranjeros en su mercado de deuda pública y en el segundo recuadro se explica la estrategia de momentum en mercados accionarios emergentes y se evalúa si Colombia ha sido ganadora o perdedora y cuáles variables explican su desempeño.

2 Resumen ejecutivo

2.1 Entorno internacional

Durante el 2T21 los mercados financieros se caracterizaron, en primer lugar, por la continuación del fortalecimiento de los mercados accionarios en economías desarrolladas, y en la mayoría de economías emergentes. Así mismo, los precios de los *commodities* continuaron aumentando, alcanzando en su mayoría niveles no observados hace varios años. Este comportamiento se dio como consecuencia del mayor optimismo ante las expectativas de una recuperación económica global más rápida de lo anticipado previamente como consecuencia de la continuidad del estímulo fiscal y monetario, los avances en la distribución de las vacunas contra el Covid-19, y el proceso de reapertura económica asociado a estos avances.

En este contexto, el mayor ritmo de la recuperación económica ha traído consigo presiones inflacionarias significativas en EE.UU. No obstante, las tasas de largo plazo de los Tesoros de EE.UU. han presentado reducciones importantes, corrigiendo parcialmente el rápido aumento observado durante el 1T21, ante la expectativa del mercado de que las recientes presiones inflacionarias serían transitorias y de que el eventual retiro del estímulo monetario sería gradual y ordenado. En línea con el comportamiento de los Tesoros, el dólar estadounidense también corrigió parte de la apreciación observada durante los primeros meses del año. En este contexto, durante el trimestre se observó un mayor apetito por activos en economías emergentes; sin embargo, estos activos presentaron un desempeño mixto, afectados en mayor medida por diversas fuentes de incertidumbre política, fiscal y sanitaria (asociada al Covid-19), así como por las presiones inflacionarias observadas en la mayoría de estas economías, lo que llevaría a que las autoridades monetarias adopten una postura menos expansiva en el corto plazo.

2.2 Percepción de riesgo a nivel local

Durante el 2T21, aumentó la percepción de riesgo hacia el país como consecuencia de: i) la incertidumbre fiscal asociada a la presentación y posterior retiro de la reforma fiscal propuesta por el Gobierno; ii) la incertidumbre sociopolítica tras las protestas que se dieron como reacción inicial a la propuesta fiscal del Gobierno y que ocasionaron bloqueos de vías y interrupción del orden público a nivel nacional; iii) la incertidumbre sanitaria asociada al rápido aumento del número de casos de Covid-19 lo que llevó al límite la ocupación de unidades de cuidados intensivos en el país; y iv) asociado a lo anterior, la incertidumbre crediticia ante la expectativa de que Colombia perdiera el grado de inversión, la cual se materializó luego que S&P Global retirara el grado de inversión al país el 19 de mayo, seguido por Fitch Ratings, quien tomó la misma decisión el 1 de julio. No obstante, el dato de crecimiento del 1T21, así como las cifras de confianza y actividad económica publicadas durante el 2T21 evidenciaron una resiliencia de la economía colombiana, lo que llevó a que los analistas del mercado a aumentar sus proyecciones de crecimiento para 2021.

2.3 Mercado cambiario

Durante el 2T21 el dólar estadounidense se debilitó frente a la mayoría de las monedas de países desarrollados y algunas monedas de emergentes. En la región, el real brasileño y el peso mexicano se apreciaron mientras que el sol peruano, el peso chileno y el peso colombiano se depreciaron. A pesar del alza del precio de algunos *commodities*, como el petróleo y el cobre, estas últimas monedas se vieron afectadas por factores idiosincráticos dentro de los que se destaca la incertidumbre política.

El peso colombiano presentó un comportamiento volátil durante el trimestre y se depreció un 1,9%, lo cual estuvo principalmente explicado por la incertidumbre asociada a la discusión de la reforma fiscal en el Congreso y su posterior retiro, las manifestaciones y bloqueos a nivel nacional, las expectativas y posterior materialización de una rebaja de la calificación crediticia en moneda extranjera del país por debajo del nivel de grado de inversión y la fortaleza que tuvo el dólar a nivel global finalizando el periodo.

2.4 Política monetaria y mercado monetario local

Durante el el segundo trimestre del año, los bancos centrales de la región mantuvieron sus tasas de política monetaria en niveles mínimos históricos, excepto el Banco de México (Banxico) y el Banco Central de Brasil (BCB). En primer lugar, el Banxico aumentó de manera sorpresiva su tasa en 25 puntos básicos (pb) a 4,25% durante su reunión de junio (en febrero la había recortado en 25 pb), citando la necesidad de reforzar la postura monetaria con el fin de evitar un desanclaje de las expectativas de inflación ante las recientes presiones inflacionarias. Por su parte, el BCB continuó con el ciclo de contracción monetaria que emprendió desde marzo (aumento de 75 pb), y aumentó su tasa de política en 75 pb durante cada una de sus reuniones de mayo y junio (en línea con lo esperado por el mercado), con el fin de controlar tanto la inflación como sus expectativas.

Durante el 2T21 la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) mantuvo su tasa de interés en un mínimo de 1,75% con el objetivo de seguir brindando estímulo a la economía. En este periodo la tasa IBR overnight, así como la tasa interbancaria se ubicaron en niveles cercanos a la tasa de referencia.

2.5 Mercado de deuda pública interna y externa

La curva de EE.UU. presentó un aplanamiento como consecuencia de las desvalorizaciones de los Tesoros del tramo corto y las valorizaciones de los tramos medio y largo. Las desvalorizaciones se presentaron a finales del trimestre como consecuencia de la postura *hawkish* adoptada por la Reserva Federal tras su reunión de política monetaria de junio. Por su parte, los títulos de los tramos medio y largo se valorizaron, corrigiendo parcialmente los rápidos aumentos observados durante el 1T21, ante la expectativa del mercado de que las recientes presiones inflacionarias serían transitorias y de que el eventual retiro del estímulo monetario sería gradual y ordenado. Los títulos de la región, por otro lado, vieron desvalorizaciones en los tramo corto de las curvas en línea con la expectativa de una política monetaria menos expansiva en estas economías, mientras que los de largo plazo se vieron afectados por factores idiosincráticos.

Así mismo, durante el trimestre la deuda externa denominada en dólares de los países de la región registró valorizaciones, al tiempo que la de Colombia cerró el trimestre en niveles muy similares a los del cierre del 1T21. Por su parte, la deuda externa de Colombia denominada en moneda local se desvalorizó.

2.6 Mercado accionario

En el 2T21 los mercados accionarios a nivel global presentaron valorizaciones, continuando con el impulso observado en los trimestres anteriores. A nivel regional, el mercado bursátil estadounidense presentó el mejor comportamiento con una valorización de 8,2%, seguido por el mercado europeo (5,4%), el latinoamericano (5%) y el asiático (2,2%).

A nivel local, el índice *MSCI Colcap* se vio afectado durante abril y mayo por la incertidumbre respecto a la situación fiscal de país, la continuidad del paro nacional, el aumento de casos de Covid-19 y la rebaja de calificación del país por parte de *S&P*. Sin embargo, en junio parte de este comportamiento se revirtió en un entorno de mayores precios del petróleo y la valorización de la acción de Ecopetrol a finales del periodo, luego de que se diera a conocer que la empresa no necesitaría una emisión de acciones para financiar la compra de ISA.

3 Entorno internacional

Durante el 2T21 los mercados financieros se caracterizaron, en primer lugar, por la continuación del fortalecimiento de los mercados accionarios en economías desarrolladas, y en la mayoría de economías emergentes. Así mismo, los precios de los *commodities* continuaron aumentando, alcanzando en su mayoría niveles no observados hace varios años. Este comportamiento se dio como consecuencia del mayor optimismo ante las expectativas de una recuperación económica global más rápida de lo anticipado previamente como consecuencia de la continuidad del estímulo fiscal y monetario, los avances en la distribución de las vacunas contra el Covid-19, y el proceso de reapertura económica asociado a estos avances.

En este contexto, el mayor ritmo de la recuperación económica ha traído consigo presiones inflacionarias significativas en EE.UU. No obstante, las tasas de largo plazo de los Tesoros de EE.UU. han presentado reducciones importantes, corrigiendo parcialmente el rápido aumento observado durante el 1T21, ante la expectativa del mercado de que las recientes presiones inflacionarias serían transitorias y de que el eventual retiro del estímulo monetario sería gradual y ordenado. En línea con el comportamiento de los Tesoros, el dólar estadounidense también corrigió parte de la apreciación observada durante los primeros meses del año. En este contexto, durante el trimestre se observó un mayor apetito por activos en economías emergentes; sin embargo, estos activos presentaron un desempeño mixto, afectados en mayor medida por diversas fuentes de incertidumbre política, fiscal y sanitaria (asociada al Covid-19), así como por las presiones inflacionarias observadas en la mayoría de estas economías, lo que llevaría a que las autoridades monetarias adopten una postura menos expansiva en el corto plazo (*Gráfico 1*).

Optimismo frente a la recuperación económica global

El desempeño de los mercados financieros continuó

Gráfico 1: Resumen de mercados financieros durante el 2T21

	Tasa de política	Tasa moneda local		Tasa USD		Tasa de cambio	Mercado accionario	Percepción de riesgo		Commodities
		2 años	10 años	2 años	10 años			CDS 5Y	EMBI	
EE.UU.	0	9	-27	9	-27	-0,85%	8,17%	-3,6	-14,0	
Alemania	0	3	6			1,09%	3,70%	-1,2		
Reino Unido	0	0	-12			0,35%	4,82%			
Japón	0	1	-4			-0,35%	-1,33%			
Colombia	0	60	13	1	-5	-1,87%	-5,16%	1	31	18,94%
UVR	0	43	36							
Brasil	150	65	-16	-34	-41	13,38%	8,72%	-61	-16	0,92%
México	25	84	10	-54	-33	2,49%	6,44%	-21	-3	24,19%
Perú	0	-9	62	7	-21	-3,17%	-11,80%	-1	11	7,53%
Chile	0	159	102			-2,09%	-11,57%	-1	13	7,53%
Otros EM	0	4	-6			2,21%	4,42%	-30	7	15,37%

Fuente: Bloomberg, Banrep. Las variaciones positivas de la tasa de cambio reflejan una apreciación de la misma. 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.

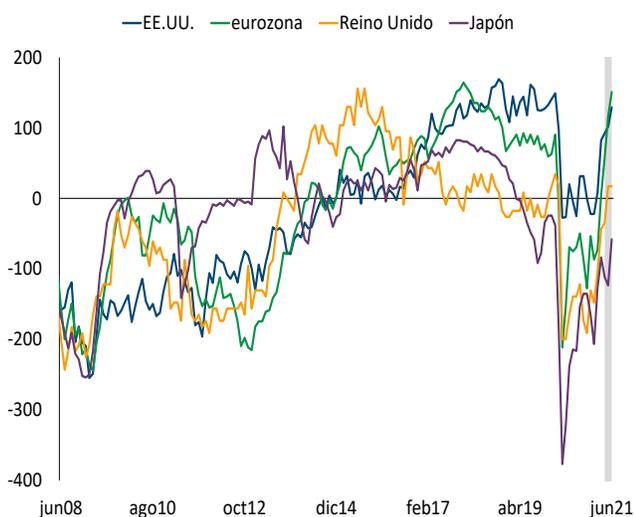
estando asociado durante el 2T21 al optimismo frente a una recuperación económica global más rápida de lo previsto. Durante buena parte del año, EE.UU. y China han sido los líderes de esta recuperación como consecuencia del mayor estímulo monetario y fiscal, así como del ritmo acelerado de vacunación en EE.UU, y de la rápida recuperación del consumo privado en China dado el impacto limitado que ha tenido la pandemia en ese país. Sin embargo, la mayoría de analistas considera que la rápida recuperación de estas economías podría haber alcanzado un pico durante el 2T21, de manera que los protagonistas de la recuperación económica durante el segundo semestre serían la eurozona, Reino Unido y Japón, así como el grueso de las economías emergentes ante los avances en sus programas de vacunación, lo que les permitiría una mayor reapertura de sus economías.

Las cifras de alta frecuencia más recientes sustentan el optimismo frente a una rápida recuperación en las economías desarrolladas. Por un lado, el *Gráfico 2* muestra que la confianza del consumidor ha continuado la tendencia al alza que viene presentando desde inicios del año con el despliegue del proceso de vacunación en estas economías. En el caso de la eurozona, este indicador ya se ubica por encima de los niveles pre-crisis, mientras que en EE.UU. y el Reino Unido se encuentra en niveles cercanos a los observados a inicios de 2020. Por su parte, los PMI¹ manufactureros con-

¹El PMI es un indicador macroeconómico que refleja la situación económica del sector manufacturero o de servicios con base en

tinuaron aumentando durante el trimestre, alcanzando niveles históricos en su mayoría (Gráfico 3). Así mismo, los PMI de servicios presentaron niveles elevados durante el trimestre, aunque en Japón este indicador aún se encuentra en niveles contractivos (por debajo de 50, Gráfico 4).

Gráfico 2: Confianza de los consumidores en economías desarrolladas

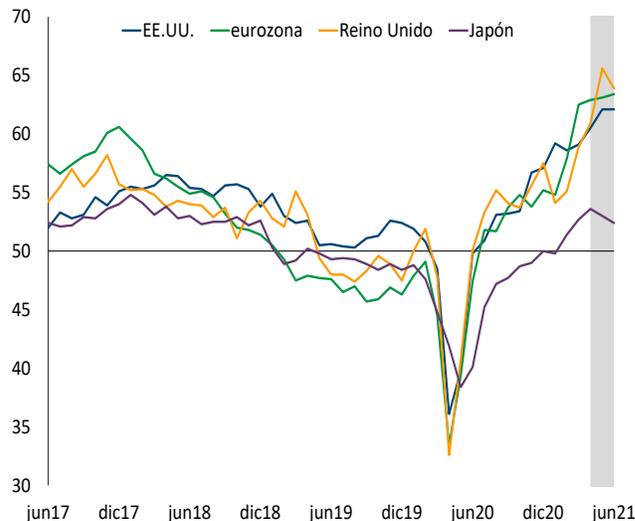


Fuente: Bloomberg. Las series se presentan estandarizadas.

Este optimismo, así como las cifras que lo sustentan, se ven reflejados en la actualización más reciente de las proyecciones de crecimiento del Banco Mundial (Gráfico 5). En estas se destaca que: i) las doce economías analizadas presentaron una revisión al alza frente a lo proyectado en enero; ii) EE.UU, Perú e India fueron las economías con mayor revisión al alza de su proyección de crecimiento, en el caso de las dos últimas asociado al mayor consenso de que el ritmo importante de contagios durante los primeros meses del año no afectaría el crecimiento tanto como se pensaba inicialmente; y iii) EE.UU, Rusia, India, Brasil y Chile serían algunas de las economías que en 2021

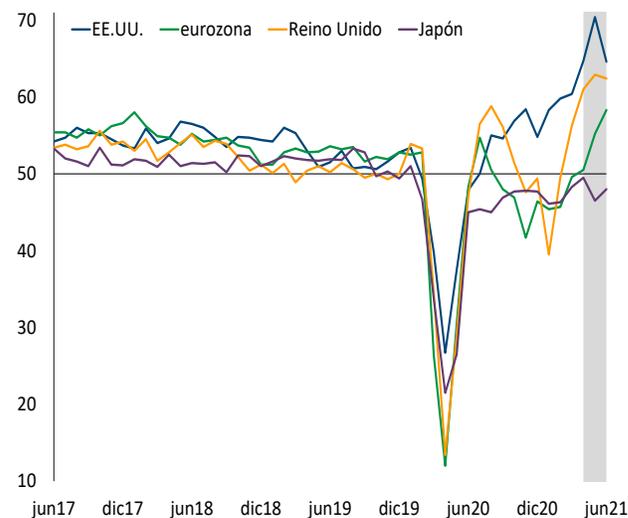
una encuesta mensual hecha a una serie de profesionales de compras pertenecientes a varias empresas de dicho sector. De esta manera, un dato de PMI por encima de 50 indica expansión frente al mes anterior, mientras que un dato por debajo indica contracción frente al mes anterior.

Gráfico 3: PMI manufacturero en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 4: PMI de servicios en economías desarrolladas



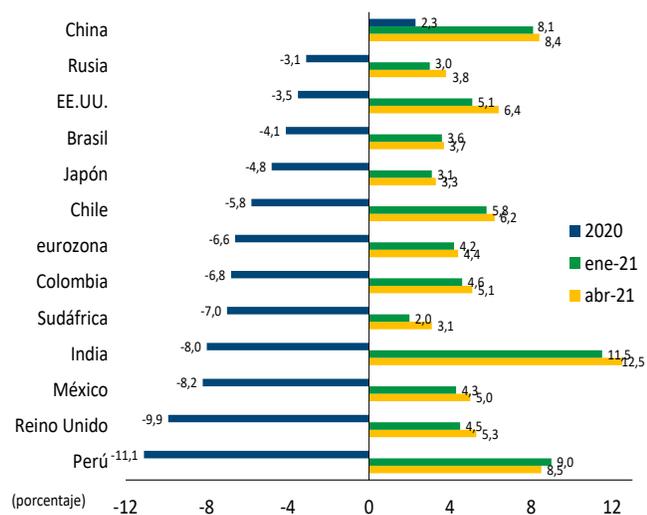
Fuente: Bloomberg.

recuperarían completamente la contracción observada durante 2020, además de China que fue la única economía analizada que no se contrajo durante ese año².

²El resto de las economías analizadas volverían a su nivel de PIB pre pandemia durante el 2022.

Como se muestra a continuación, los avances en el proceso de inmunización de la población han determinado en buena medida la revisión al alza de las proyecciones de crecimiento global por parte del Banco Mundial.

Gráfico 5: Crecimiento 2020 y proyecciones de crecimiento del Banco Mundial para 2021



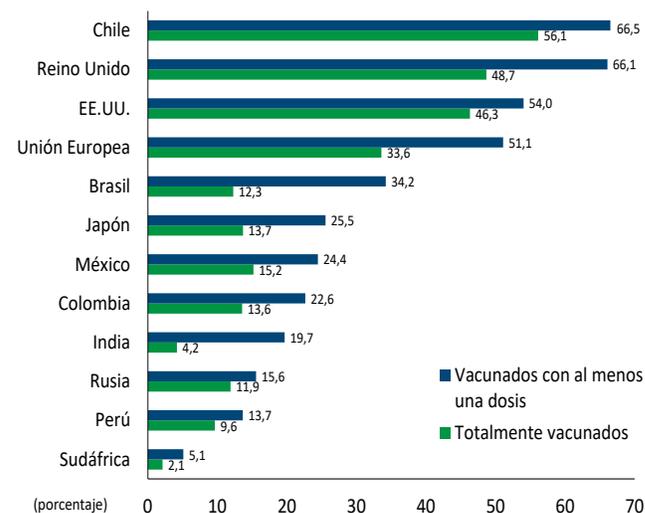
Fuente: Banco Mundial.

Avances en los procesos de vacunación y evolución de la pandemia

Durante diciembre de 2020 y los primeros meses del año, la mayoría de las economías desarrolladas comenzó a vacunar rápidamente a su población, mientras que las economías emergentes lo empezaron a 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 ha avanzado rápidamente 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, en varias economías avanzadas el ritmo de vacunación ha disminuído durante los últimos meses, no por un problema de oferta sino de demanda ante la indecisión de vacunarse por una parte importante de la población dados los efectos secundarios que se han

evidenciado en algunas vacunas, lo que ha llevado a las autoridades a generar estrategias de comunicación que permitan alcanzar pronto la inmunidad de rebaño en estas economías. El Gráfico 6 presenta al 30 de junio el porcentaje de la población vacunado con al menos una dosis y con el esquema de vacunación completo. De la muestra de países analizados, se destaca que: i) Chile, Reino Unido, EE.UU. y la Unión Europea ya han aplicado al menos una dosis a más de la mitad de su población; ii) los países emergentes presentan un rezago importante frente a sus pares desarrollados, lo cual los hace vulnerables ante el resurgimiento de nuevos casos y la aparición de nuevas cepas; y iii) dado que la mayoría de las vacunas administradas requieren dos dosis, la alta diferencia entre la población parcial y totalmente vacunada (especialmente en India y Brasil) puede evidenciar una vulnerabilidad importante en el proceso de vacunación en caso de que hubiera problemas en la cadena de suministro de las vacunas.

Gráfico 6: Personas con una dosis y totalmente vacunados por cada cien habitantes



Fuente: Our World in Data. Datos al 30 de junio de 2021.

El Gráfico 7 presenta la evolución de nuevos casos semanales de Covid-19 en varios países desarrollados y emergentes. En primer lugar, se observa la rápida reducción del ritmo de contagios desde inicios del año en EE.UU., Reino Unido, Italia y España como conse-

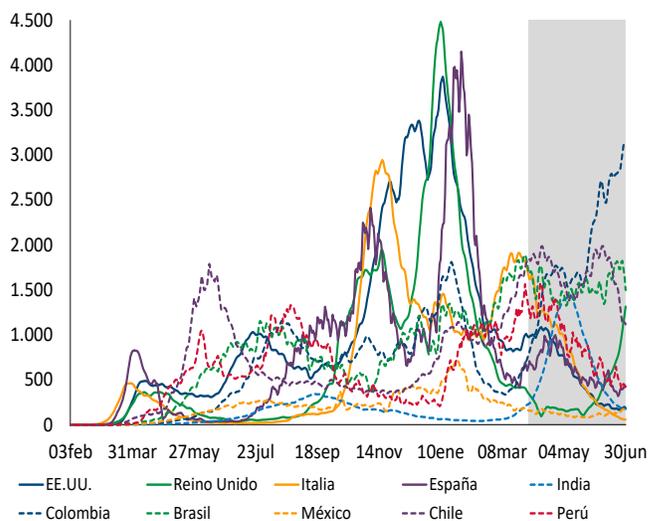
cuencia de las medidas de confinamiento adoptadas a finales de 2020 y la distribución de las vacunas en estos países. Además, dado el rezago que presentan los países latinoamericanos frente a sus pares desarrollados, durante el 2T21 se hizo evidente la divergencia en el ritmo de contagios entre ambos tipos de economías. Por otro lado, se destaca el aumento de los contagios en Reino Unido a finales del trimestre, pese al avance del proceso de vacunación, asociado a la expansión de la variante Delta en este país³. Lo anterior pone de manifiesto la menor eficacia de algunas vacunas ante la aparición de nuevas variantes del virus. Sin embargo, el Gráfico 8 muestra que el aumento de los contagios en el Reino Unido no se ha traducido en un aumento del número de muertes, lo cual evidencia que las vacunas que se aplican en el Reino Unido continúan siendo eficaces a la hora de prevenir la mortalidad asociada al virus. No obstante, mientras gran parte de la población global no se encuentre vacunada, las economías tanto desarrolladas como emergentes continuarán siendo vulnerables a la aparición de nuevas cepas, con alguna probabilidad de que alguna de ellas presente una alta resistencia a las vacunas actuales.

Continuación del estímulo monetario y fiscal

Desde que empezó la pandemia, la mayoría de los bancos centrales y Gobiernos de países desarrollados y emergentes, han tomado diversas medidas con el fin de estimular la actividad económica hasta que estas economías se recuperen plenamente. Dentro de las medidas adoptadas por los Gobiernos se cuentan transferencias directas a los hogares, apoyos a las empresas para amortiguar el impacto de la pandemia sobre el empleo, medidas temporales de relajación de impuestos, garantías con el fin de mantener la oferta de crédito, entre otras. Adicional a las medidas adoptadas por los Gobiernos durante 2020 (superiores al 10% del PIB en el caso de los países desarrollados), y al paquete de estímulo fiscal por USD 1,9 billones (b) aprobado por el Congreso de EE.UU. durante los primeros meses del año, el Gobierno Biden ha presentado

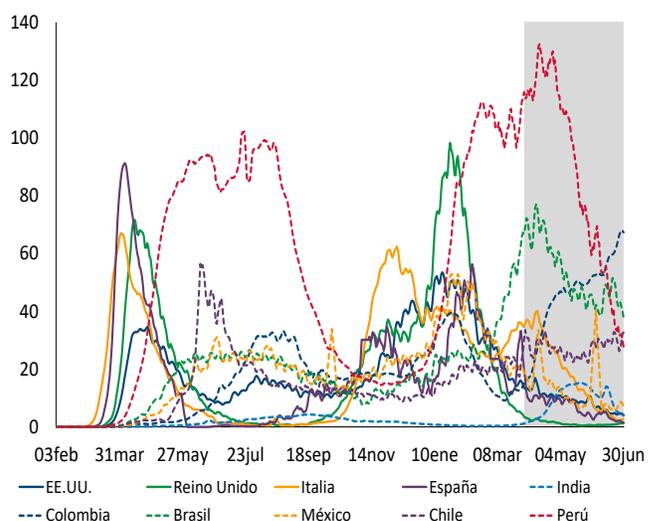
³Desde el comienzo de la pandemia, han surgido múltiples variantes del virus en países como Brasil, Reino Unido, India y Sudáfrica. La variante Delta es originaria de la India.

Gráfico 7: Número de nuevos casos semanales de Covid-19



Fuente: Our World in Data.

Gráfico 8: Número de nuevas muertes semanales de Covid-19



Fuente: Our World in Data.

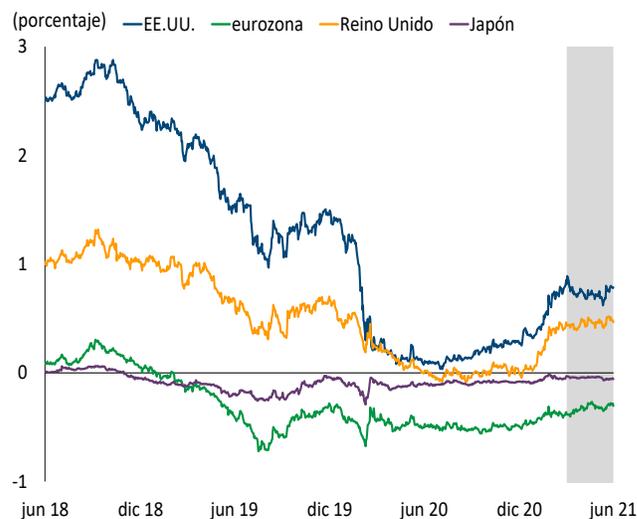
nuevas propuestas en el Congreso con el fin de continuar estimulando la economía. Dentro de las propuestas discutidas se destaca: i) un plan de inversión en infraestructura a diez años, inicialmente por un monto estimado superior a los USD 2 b; y ii) un plan dirigi-

do a los hogares estadounidenses que combina USD 1 b en gastos y USD 800 mil millones (mm) en recortes de impuestos para familias de bajos y medianos ingresos, enfocado primordialmente en aumentar las oportunidades de educación y el cuidado infantil. Sin embargo, dada la rápida recuperación de la economía estadounidense, y las presiones inflacionarias asociadas a ella, el Congreso ha expresado un apoyo más limitado frente a las nuevas propuestas, especialmente en cuanto al monto de los programas y la estrategia de financiación propuesta por el Gobierno (aumento de impuestos corporativos y a personas de mayores ingresos).

Por otro lado, las autoridades monetarias han tomado varias medidas de política desde que empezó la pandemia, como la reducción de tasas de interés, la inyección de liquidez en moneda local y extranjera, la compra de activos (flexibilización cuantitativa), entre otras. Dada la magnitud del choque experimentado a nivel global como consecuencia de la pandemia, los mercados financieros esperaban inicialmente que los bancos centrales mantuvieran sus tasas en niveles mínimos históricos por al menos tres años con el fin de soportar la recuperación económica. Sin embargo, el optimismo que ha caracterizado a los mercados financieros durante el año ha venido acompañado de expectativas de aumentos más tempranos de las tasas de política monetaria (*Gráfico 9*).

Dada la magnitud de los estímulos monetarios adoptados a nivel global y la promesa de los bancos centrales de mantenerlos en niveles expansivos por un tiempo prolongado, las expectativas de inflación han aumentado en varias economías, lo que a su vez soporta las expectativas de un retiro de los estímulos monetarios antes de lo previsto anteriormente. En particular, el *Gráfico 10* muestra que la inflación en EE.UU. pasó de 2,6% en marzo a 5,4% en junio, por encima de la expectativa del mercado en cada uno de los meses del 2T21, y de la meta de 2% de la Reserva Federal. Aunque la inflación ha presentado una tendencia al alza en la mayoría de economías desarrolladas, tanto el mercado como las autoridades monetarias esperan que las presiones observadas sean de carácter transitorio,

Gráfico 9: Tasas OIS a cinco años en economías desarrolladas

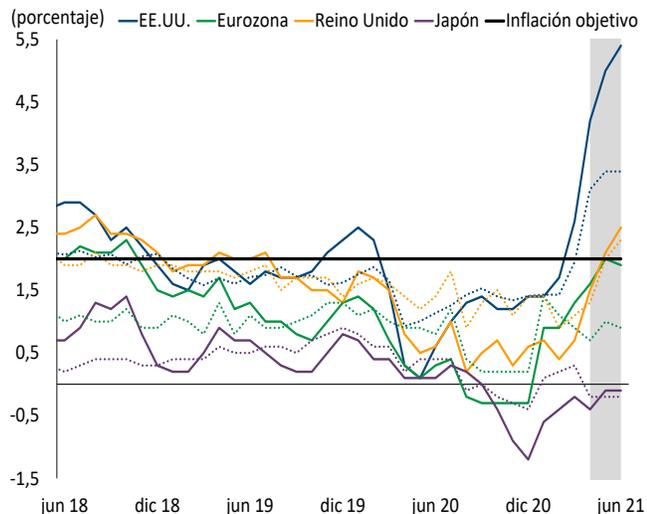


Fuente: Bloomberg.

consecuencia del efecto base del primer semestre de 2020, la rápida recuperación de la demanda agregada, las disrupciones de las cadenas de suministro y el aumento de los precios de los *commodities*, de manera que la inflación retornaría en el mediano plazo a niveles cercanos al objetivo de los bancos centrales en estas economías.

Sin embargo, 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, Reino Unido y Japón aún se encuentran por encima de los niveles observados previos a la crisis. Así mismo, para el caso de EE.UU., el *Gráfico 12* muestra que: i) pese a la reducción de las solicitudes semanales por subsidios de desempleo, estas aún se mantienen en niveles históricamente altos; y ii) la contratación no ha repuntado durante el 2T21, destacándose la sorpresa del resultado de abril (266 mil), por debajo de lo que esperaba el mercado (1 m). Lo anterior refleja la debilidad que aún presentan los mercados laborales

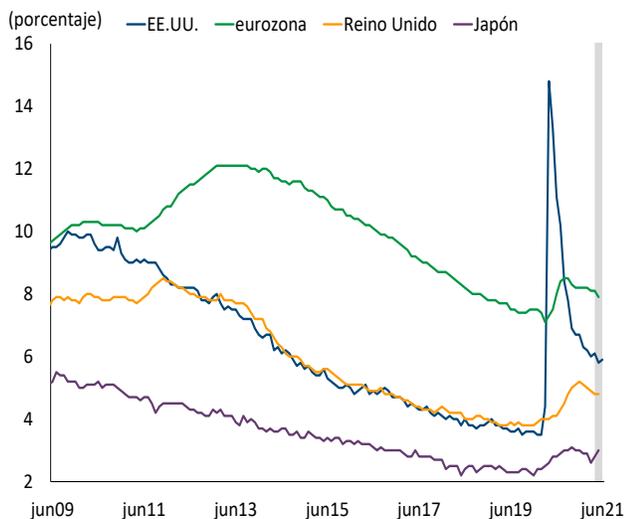
Gráfico 10: Inflación en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

a nivel global. En consecuencia, esta debilidad soportaría en el corto plazo las expectativas de estabilidad de la política monetaria en economías desarrolladas.

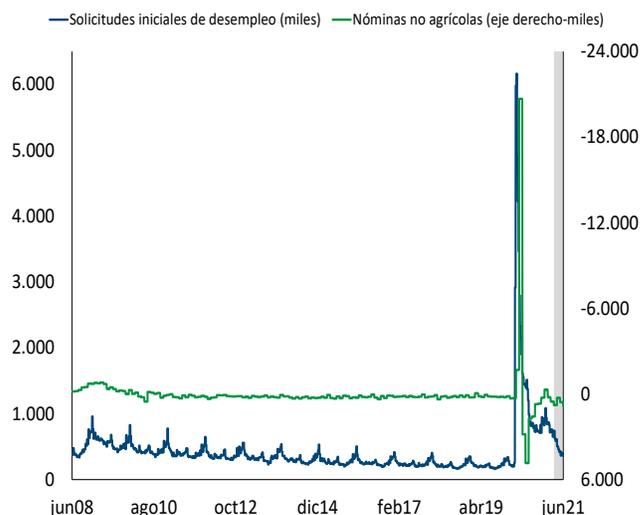
Gráfico 11: Desempleo en economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg. Los datos se encuentran a mayo, excepto los de EE.UU. que se encuentran a junio.

En Latinoamérica, algunos de los países de la región anunciaron nuevas medidas monetarias y fiscales y

Gráfico 12: Nóminas no agrícolas y solicitudes iniciales de desempleo en EE.UU



Fuente: Bloomberg.

continuaron con sus políticas de intervención en el mercado cambiario. En Chile, ante el tercer retiro de ahorros de los fondos de pensiones, el Banco Central (BCC) anunció la reapertura del programa especial de Compra al Contado y Venta a Plazo⁴, dirigido a empresas bancarias y a otras instituciones financieras, por el remanente del programa (hasta USD 9.500 m) y la renovación del monto vigente (USD 500 m), desde el 3 de mayo hasta la segunda semana de julio de 2021⁵. El BCC también extendió hasta agosto de 2021 la vigencia de la ventanilla REPO con empresas bancarias para operaciones de plazo de 1 mes.

En Brasil, el Consejo Monetario Nacional permitió la extensión (hasta por 12 meses) de los pagos de préstamos no rurales otorgados por instituciones financieras administradoras de fondos federales para las regiones

⁴De acuerdo con el Banco Central de Chile, es un programa especial de operaciones de Compra al Contado realizada conjunta y simultáneamente con una Venta a Plazo de instrumentos emitidos por empresas bancarias dirigido a las entidades del mercado abierto (Programa CC-VP).

⁵En esta ocasión, además de bonos bancarios, esta ventanilla aceptará otros instrumentos bancarios como depósitos a plazo.

del norte, centro-oeste y noreste⁶, con el fin de apoyar a los sectores y actividades más afectados por la pandemia.

Finalmente, en México, el Banco Central (Banxico) anunció el acuerdo de extensión de la vigencia de la línea swap con la Reserva Federal de EE.UU. por USD 60 mm. De acuerdo con el comunicado del Banxico, el mecanismo apoya la provisión de liquidez en dólares y, con la extensión, estará vigente al menos hasta el 31 de diciembre de 2021.

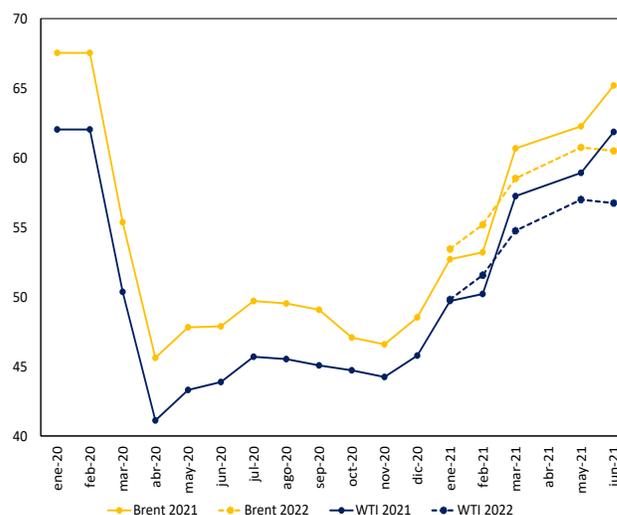
Mayores precios de los *commodities*

Durante el 2T21, el precio del petróleo mostró un comportamiento favorable⁷. Las cotizaciones del crudo estuvieron presionadas al alza debido a: *i*) las expectativas sobre la recuperación económica y una mayor demanda de crudo⁸, soportadas por las reaperturas graduales de la economía en varios países, el avance del proceso de vacunación mundial y las perspectivas de mayores viajes durante el verano en EE.UU.; y *ii*) la disminución del nivel de inventarios de crudo estadounidense. Sin embargo, el incremento en los precios estuvo contenido debido a la decisión de la OPEP+ de aumentar gradualmente en 1,1 millones (m) de barriles diarios la producción de petróleo a partir de mayo, la probabilidad de que se reanuda el acuerdo nuclear entre varias potencias e Irán (lo que contribuiría a la remoción de las sanciones sobre las exportaciones de crudo iraní) y las preocupaciones en relación con el impacto sobre la demanda de crudo que podría tener la propagación de una variante de Covid-19 más infecciosa.

En cuanto a las perspectivas de los precios del petróleo en los próximos dos años, la Agencia Internacional de

la Energía (AIE) en sus perspectivas energéticas a corto plazo de inicios del mes de junio incrementó sus estimaciones frente a las proyecciones de marzo. La agencia estima precios promedio anuales *spot* para el Brent de USD 65,19 dólares por barril (d/b) y USD 60,49 d/b en 2021 y 2022, respectivamente. Para el caso de la referencia WTI, pronostica un precio promedio anual de USD 61,85 d/b y USD 56,74 d/b para estos mismos años. De acuerdo con la AIE, la continua disminución de los inventarios de crudo y la mayor demanda mundial generaron presiones alcistas sobre los precios⁹ y espera que en los meses siguientes la producción de petróleo aumente para igualar la creciente demanda que continuará impulsada por una mayor actividad económica y un mayor control sobre la pandemia. No obstante, al cierre de junio los precios promedio *spot* del mes fueron superiores a los estimados en el reporte y se ubicaron en USD 73 d/b y USD 71 d/b para el Brent y el WTI, respectivamente (*Gráfico 13*).

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



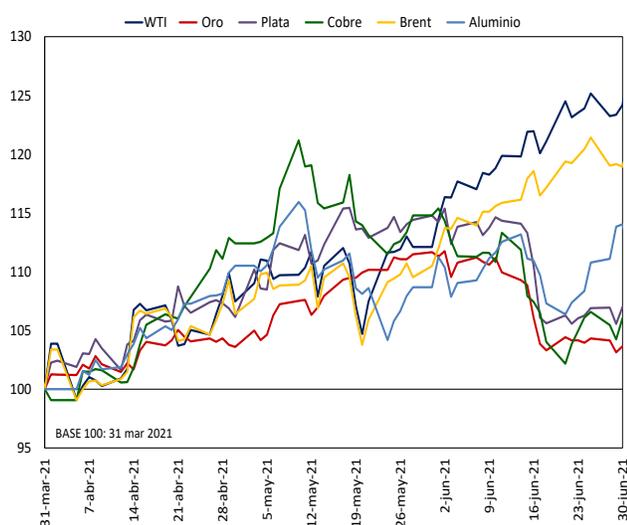
Fuente: Short-term energy outlook (STEO) de la AIE. Los valores en 2020 corresponden a los pronósticos de precios *spot* de la AIE para el 2021. A partir del 2021 la AIE incorporó pronósticos para 2022. Los últimos valores corresponden al STEO de junio.

Durante el 2T21 se presentaron valorizaciones de los productos industriales, productos agrícolas y metales

⁹ Así, el 1 de junio, el barril de petróleo de referencia Brent cotizó por encima de los USD 70 d/b por primera vez en 18 meses.

preciosos. En particular el precio del cobre alcanzó precios máximo históricos¹⁰, impulsado por una mayor demanda por parte de China, el principal consumidor; sin embargo, en junio el precio disminuyó por temores de que China tome medidas para frenar cualquier aumento adicional en los precios de los metales industriales. Así mismo, los precios de algunas materias primas agrícolas como la soya y el maíz aumentaron impulsados por un incremento de la demanda y perspectivas de problemas de suministro a nivel global debido a las condiciones climáticas (particularmente, al clima seco en Brasil). Finalmente, los precios de los metales preciosos como el oro y la plata que son considerados activos refugio, aumentaron (principalmente en mayo), en línea con la reducción de las tasas de los Tesoros de largo plazo en EE.UU. y las preocupaciones respecto a la inflación en este país (Gráfico 14).

Gráfico 14: Cambio en los precios de productos básicos



Fuente: Bloomberg.

Eventos generadores de incertidumbre

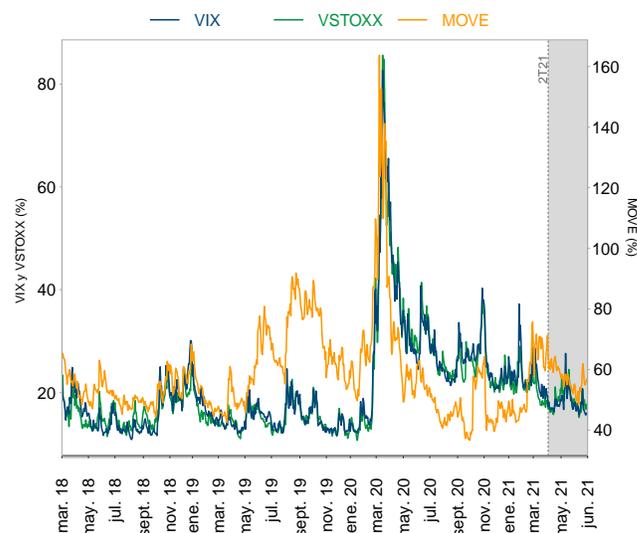
Dado el optimismo económico a nivel global, los indicadores de percepción de riesgo como el *Vix*¹¹ y el *Vs-*

¹⁰Niveles por encima de USD 10.000 que no se registraban desde hace 10 años.

¹¹El *Vix* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a 30 días sobre el índice bursátil *S&P 500*.

*toxx*¹² presentaron una tendencia descendente, aunque acompañada por algo de volatilidad. Esta volatilidad se explica principalmente por: i) las preocupaciones inflacionarias que afectaron el desempeño de los mercados financieros durante algunas jornadas de negociación; y ii) el aumento de las tensiones geopolíticas entre varias potencias occidentales y China. Estas tensiones se hicieron evidentes en la declaración final de la cumbre del G7, donde los países miembros reiteraron sus críticas a China con respecto a las prácticas anticompetitivas, la violación a los derechos humanos en el territorio de Xinjiang, la autonomía de Hong Kong, el origen del Covid-19 y los avances en el Mar Meridional. Por último, el *Move*¹³ corrigió parcialmente el aumento importante que presentó durante el 1T21, luego que las tasas de los Tesoros presentaran una menor volatilidad durante el 2T21 (Gráfico 15).

Gráfico 15: Índices de percepción de riesgo en EE.UU. y Europa



Fuente: Bloomberg.

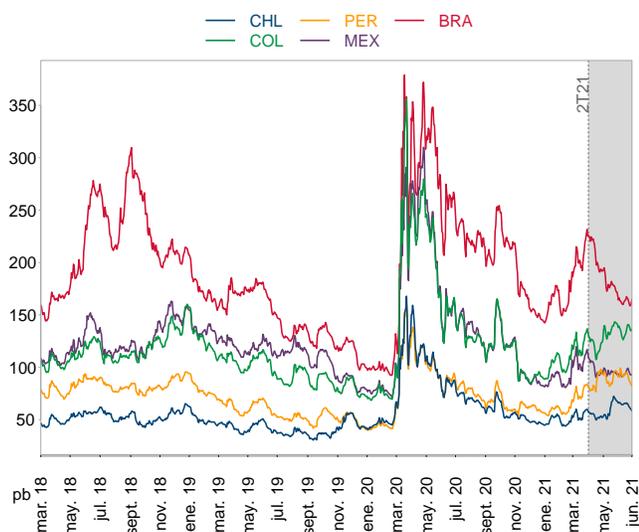
Las primas de riesgo de la mayoría de los países de la región presentaron un comportamiento volátil durante el 2T21, con periodos de incrementos como consecuencia de algunos factores locales, dentro de los que

¹²El *Vstoxx* es la volatilidad implícita esperada en las opciones a 30 días sobre el índice bursátil *EuroStoxx 50*.

¹³El *Move* es la volatilidad implícita esperada en opciones a 30 días sobre los Tesoros.

se destacan la incertidumbre política, fiscal y sanitaria (asociada al menor ritmo de vacunación). No obstante, al cierre del trimestre el CDS a 5 años disminuyó 61 pb en Brasil, 21 pb en México, 1 pb en Perú y 1 pb en Chile, mientras que aumentó 1 pb en Colombia (Gráfico 16). Por otra parte, el EMBI¹⁴ aumentó 31 pb en Colombia, 13 pb en Chile, y 11 pb en Perú, mientras que disminuyó 3 pb en México y 16 pb en Brasil. (Gráfico 17).

Gráfico 16: Credit Default Swaps 5 años de Latinoamérica

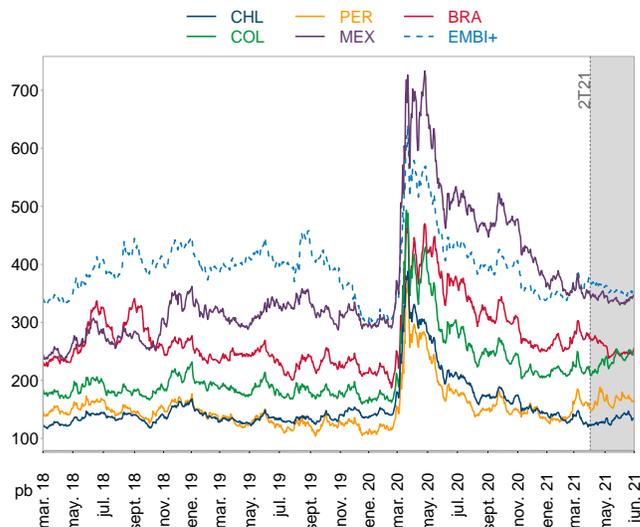


Fuente: Bloomberg.

En la región, algunos de los eventos idiosincráticos más relevantes fueron: en Perú, hubo incertidumbre política en relación con el desarrollo de las elecciones presidenciales. Luego de los resultados de la primera vuelta, se generó incertidumbre en relación con quien obtendría la presidencia (el candidato de izquierda Pedro Castillo, o la candidata considerada promercado Keiko Fujimori), teniendo en cuenta que la brecha en-

¹⁴El 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 bonos denominados 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 17: Spreads deuda soberana Latinoamérica (EMBI)



Fuente: Bloomberg.

tre los dos candidatos se redujo durante el conteo de votos. Finalizando el trimestre, era incierto el resultado de las elecciones celebradas el 6 de junio, ya que el jurado electoral recibió pedidos de impugnación de votos, lo que ha retrasado el anuncio oficial del ganador de los comicios. En este contexto, Moody's cambió la perspectiva de las calificaciones de moneda extranjera y local de estable a negativa y afirmó la calificación A3 (grado de inversión)¹⁵.

En el caso de Chile, la incertidumbre política y económica estuvo asociada con: *i*) la derrota del Gobierno en el proyecto del tercer retiro de ahorros pensionales, luego que el Tribunal Constitucional rechazó la solicitud de bloqueo interpuesta por el presidente Piñera; *ii*) el resultado de las elecciones constituyentes, en las que el partido gobernante del país no logró asegurar una mayoría en la Asamblea que redactará la

¹⁵De acuerdo con la calificadora: *i*) “el cambio de perspectiva de estable a negativa refleja la opinión de Moody's de que un entorno político cada vez más polarizado y fracturado ha estado socavando la eficacia de la formulación de políticas del país, lo que ha llevado a un deterioro progresivo de la fortaleza institucional de Perú”; y *ii*) si se mantiene la crisis política en Perú, esta “socavará la capacidad de recuperación económica, seguirá afectando la confianza empresarial y perjudicará la inversión”.

nueva constitución y generó incertidumbre en torno a las elecciones presidenciales en noviembre de 2021; y *iii*) nuevas propuestas de retiros de ahorros pensionales, ya que se presentó en el congreso el proyecto de un cuarto retiro (de hasta 10%) y algunos legisladores comentaron que presentarán una propuesta para permitir que los ciudadanos retiren la totalidad de estos ahorros.

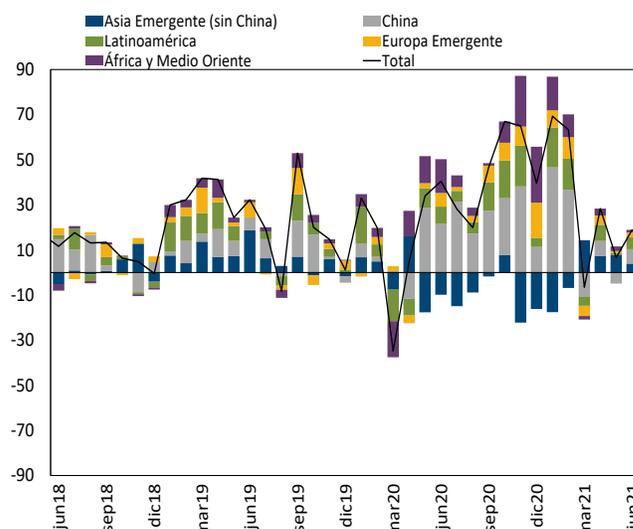
Por último, en Brasil, finalizando el trimestre el presidente Bolsonaro despidió al jefe de Logística del Ministerio de Salud, ante presuntos sobornos en un contrato de vacunas. Además, el Gobierno suspendió un contrato con la empresa india Bharat Biotech, ante acusaciones de irregularidades en el acuerdo firmado por el Ministro de Salud. Estos hechos se dieron en medio de un ambiente político incierto, ante la investigación que se adelanta en torno a las actuaciones del Gobierno para manejar la pandemia.

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 2T21 se observó una disminución en las entradas de portafolio totales hacia los mercados emergentes frente al trimestre anterior. Durante el 2T21 se presentaron entradas netas de USD 78,9 mm (en el 1T21 se reportaron entradas de USD 136,6 mm). Las entradas del trimestre se explican por: *i*) USD 53,9 mm de entradas al mercado de deuda; y *ii*) USD 25 mm de entradas al mercado accionario (Gráficos 18 y 19).

De los flujos observados en el trimestre, China tuvo las mayores entradas de capital de portafolio por un total de USD 35,4 mm, de las cuales USD 27,3 corresponden a entradas al mercado de renta variable. Por su parte, Latinoamérica tuvo las segundas mayores entradas netas por un valor de USD 29,7 mm, que se explican por USD 13,4 mm y USD 16,3 mm de entradas al mercado de renta fija y renta variable, respectivamente.

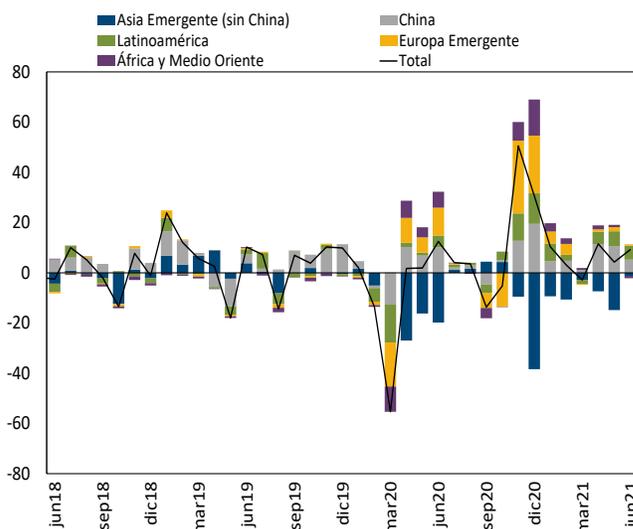
Con la información del IIF desagregada por países (disponible a mayo de 2021), para los países de la re-

Gráfico 18: Flujos de capital extranjero en el mercado de renta fija de economías emergentes



Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

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



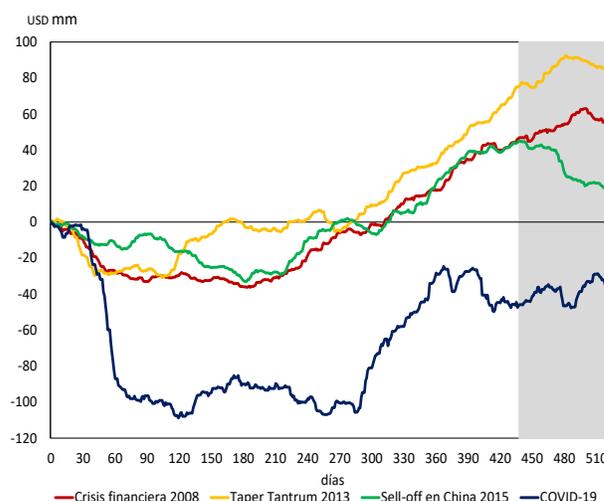
Fuente: IIF. Cifras en USD mm.

gión se presentaron los siguientes flujos de inversión de portafolio durante abril y mayo: *i*) México: salidas del mercado de deuda y mercado accionario por USD

0,7 mm y USD 1,6 mm, respectivamente; ii) Brasil: entradas de USD 3,9 mm y USD 2,5 mm al mercado accionario y mercado de deuda, respectivamente¹⁶. En el caso de Chile, únicamente se tiene información para abril: entradas de USD 0,4 mm y USD 2,4 mm al mercado accionario y mercado de deuda, respectivamente. Con información de la balanza cambiaria del Banco de la República, en Colombia en el trimestre se presentaron entradas de inversión extranjera de portafolio de USD 2,4 mm.

Al evaluar los flujos diarios de inversión de portafolio a economías emergentes del IIF¹⁷ se observa que durante el trimestre hubo volatilidad. A pesar de la recuperación de aproximadamente USD 15 mm a partir de la última semana de mayo (explicada principalmente por flujos positivos hacia el mercado de renta variable), aún no se han recuperado las salidas de capitales que se generaron como consecuencia del Covid-19. Desde el inicio de la pandemia al cierre del 2T21 se han acumulado salidas por un total de USD 32,6 mm (USD 24,4 y USD 8,2 en renta fija y renta variable, respectivamente) (Gráfico 20).

Gráfico 20: 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 527 días después de la fecha de inicio de cada evento (8-sep-08 para la crisis financiera de 2008; 17-may-13 para el Taper Tantrum de 2013; 26-jul-15 para el sell-off de acciones en China en 2015; 21-ene-20 para el COVID-19)

4 Percepción de riesgo a nivel local

Durante el 2T21, aumentó la percepción de riesgo hacia el país como consecuencia de: i) la incertidumbre fiscal asociada a la presentación y posterior retiro de la reforma fiscal propuesta por el Gobierno; ii) la incertidumbre sociopolítica tras las protestas que se dieron como reacción inicial a la propuesta fiscal del Gobierno y que ocasionaron bloqueos de vías y interrupción del orden público a nivel nacional; iii) la incertidumbre sanitaria asociada al rápido aumento del número de casos de Covid-19 lo que llevó al límite la ocupación de unidades de cuidados intensivos en el país; y iv) asociado a lo anterior, la incertidumbre crediticia ante la expectativa de que Colombia perdiera el grado de inversión, la cual se materializó luego que S&P Global retirara el grado de inversión al país el 19 de mayo, seguido por Fitch Ratings, quien tomó la misma decisión el 1 de julio.

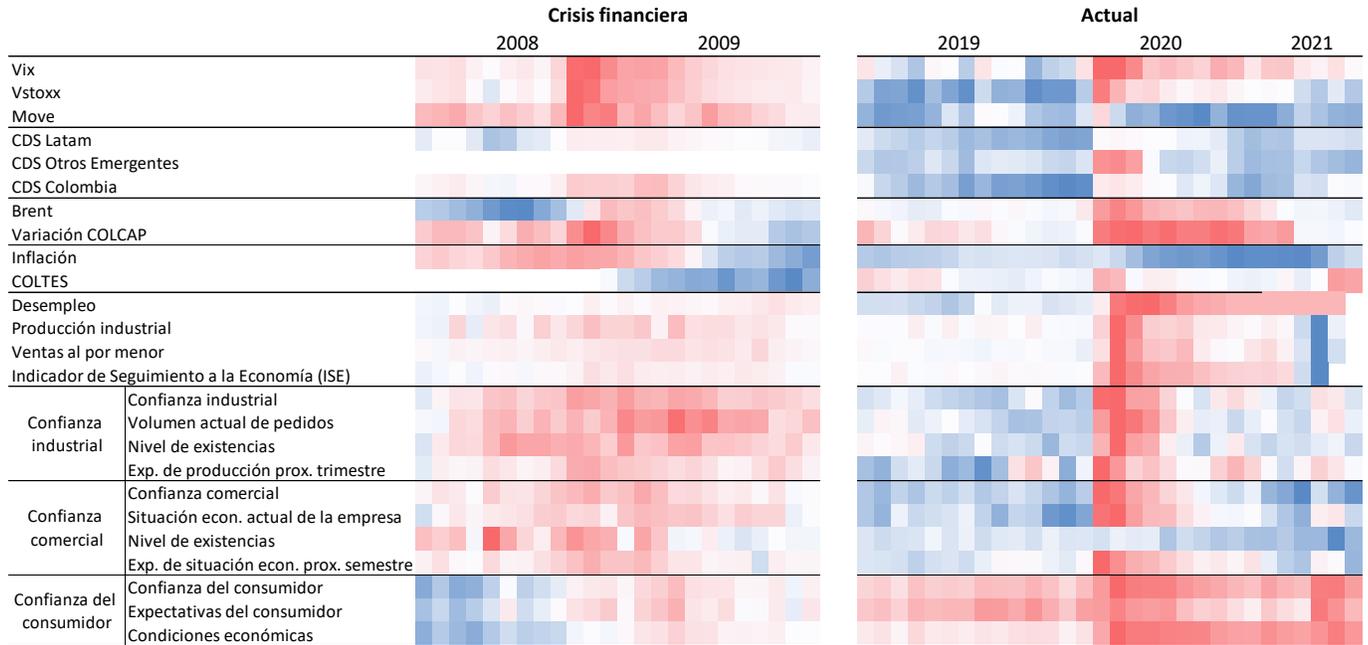
No obstante, el dato de crecimiento del 1T21 (obs: 1,1 % a/a; esp: -0,4 %), así como las cifras de confian-

¹⁶En Brasil para junio se tiene información de entradas de USD 3,2 mm al mercado de renta variable y no hay información disponible para el mercado de renta fija.

¹⁷Los 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.

za y actividad económica publicadas durante el 2T21 evidenciaron una resiliencia de la economía colombiana, lo que llevó a que los analistas del mercado a aumentar sus proyecciones de crecimiento para 2021. El *Gráfico 21* resume el comportamiento de los principales indicadores de confianza a nivel local y global, donde se destaca: i) el deterioro de la mayoría de los indicadores locales en abril, y su posterior rebote durante mayo y junio; y ii) el aumento del CDS a cinco años del país durante el trimestre, contrario al mejor comportamiento de los demás indicadores de percepción de riesgo en la región y a nivel global.

Gráfico 21: Mapa de calor de variables macroeconómicas y de percepción de riesgo a nivel internacional y local



Fuente: Bloomberg, DANE, BVC y Banrep. **Cálculos:** Banrep. **Nota:** 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. Datos a junio de 2021, excepto para desempleo, producción industrial, ventas al por menor e ISE, cuyos datos están a mayo.

En el *Gráfico 22* se presentan los índices de confianza de consumidores, industriales y comerciantes que produce Fedesarrollo¹⁸. Se observa un deterioro de los índices de confianza comercial, industrial y del consumidor durante abril, en línea con el comienzo de las manifestaciones sociales ese mes, seguido de una leve corrección durante mayo (mes en que las manifestaciones continuaron) y un repunte importante durante junio. También se destaca que en junio la confianza industrial volvió a ubicarse en niveles similares a los observados pre-crisis mientras que la confianza comercial volvió a acercarse al máximo histórico observado en marzo¹⁹.

Gráfico 22: Índices de confianza



Fuente: Fedesarrollo.

Durante el 2T21 se publicaron cifras de crecimiento anual de la producción manufacturera, ventas al por menor e Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE) de febrero, marzo y abril, que evidenciaron una recuperación gradual de la actividad económica, aunque afectada transitoriamente por los bloqueos de vías,

¹⁸Los 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.

¹⁹La serie de confianza industrial y comercial se encuentra disponible desde junio de 1980.

principalmente durante mayo. En febrero (obs: 1,2% a/a; esp: -0,4%) y marzo (obs: 20,1%; esp: 14,6%), las ventas al por menor crecieron por encima de lo esperado por el mercado, mientras que en abril lo hicieron levemente por debajo (obs: 75%; esp: 77,5%). De manera similar, la producción manufacturera creció por encima de lo proyectado por los analistas durante febrero (obs: 0,6% a/a; esp: -1,8%), marzo (obs: 20,7%; esp: 15,3%) y abril (obs: 63,7%; esp: 61,5%). Por último, el ISE se contrajo más de lo esperado durante febrero (obs: -3,5% a/a; esp: -2,5%), creció por encima del consenso del mercado durante marzo (obs: 11,8%; esp: 7,3%), y levemente por debajo en abril²⁰ (obs: 28,7%; esp: 30%).

En la Encuesta de Opinión Financiera²¹ se observó que entre marzo y junio, las expectativas de crecimiento para Colombia durante 2021 aumentaron al pasar de 4,8% a 5,5%, mientras que para 2022 se mantuvieron en niveles cercanos al 3,8% (*Gráfico 23*). Respecto a las expectativas de inflación, estas también aumentaron al pasar de 2,63% a 3,68% para 2021, y de 3% a 3,2% para 2022, en ambos casos dentro del rango meta de 2% a 4% establecido por el Banco de la República (*Gráfico 24*).

Finalmente, durante el 2T21, los *spreads* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES disminuyeron para los plazos inferiores a cinco años²². Al realizar las comparaciones de los valores promedio del *spread* entre las tasas de cartera preferencial y las tasas de los TES durante el 2T21, frente al promedio del 1T21, se observó una reducción para todos los plazos. En general, las disminuciones del promedio de los *spreads* se explican por reducciones de las tasas de la cartera preferencial y aumentos de las tasas de los TES²³ (*Gráfico 25* y *Gráfico 26*).

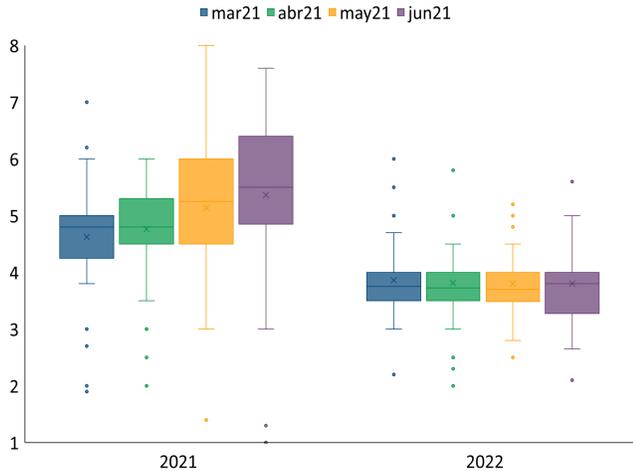
²⁰Las cifras de producción manufacturera, ventas al por menor y el Indicador de Seguimiento a la Economía se publican con dos meses de rezago.

²¹Realizada por Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia.

²²En particular, para plazos inferiores a 1 año: -21 pb, entre 1 y 3 años: -69 pb, entre 3 y 5 años: -62 pb y 5 años o más: 36 pb

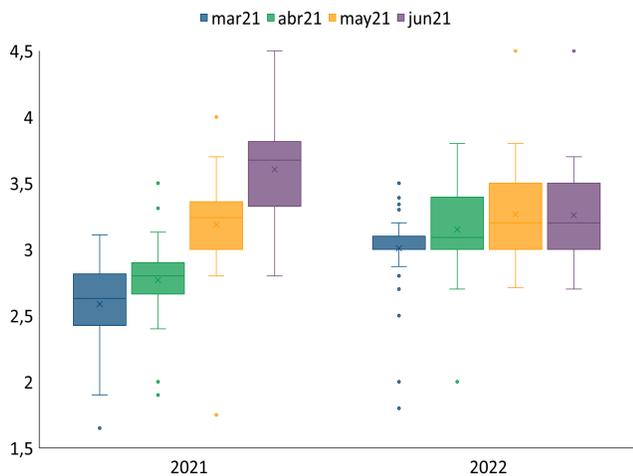
²³En particular, para plazos inferiores a 1 año: -58 pb, entre 1 y 3 años: -123 pb, entre 3 y 5 años: -105 pb y 5 años o más: -129 pb.

Gráfico 23: Expectativas de crecimiento (EOF)



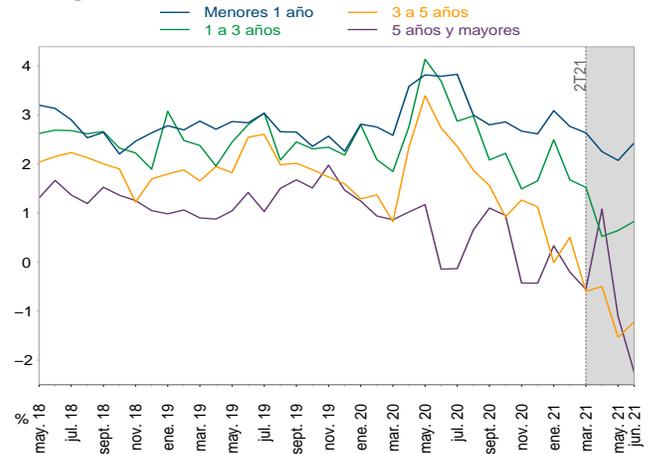
Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DOAM. La línea del centro de la caja representa la mediana. La x representa el promedio. La caja incluye el 50% de los datos.

Gráfico 24: Expectativas de inflación (EOF)



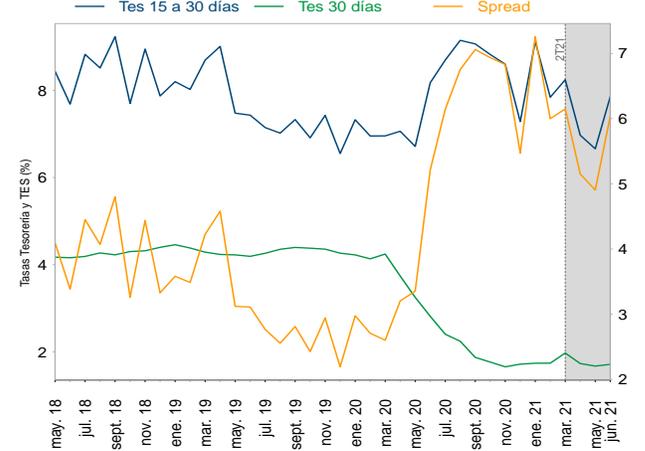
Fuente: Fedesarrollo y BVC. Cálculos: DOAM. La línea del centro de la caja representa la mediana. La x representa el promedio. La caja incluye el 50% de los datos.

Gráfico 25: Spread entre las tasas activas preferenciales y las tasas cero cupón de los TES



Fuente: Banrep.

Gráfico 26: Spread crediticio - tasas de tesorería a 30 días y tasa TES 30 días



Fuente: Banrep.

5 Mercado cambiario

5.1 Mercado cambiario global

En comparación con el 1T21, durante el 2T21 el dólar estadounidense se debilitó frente a la mayoría de monedas de países desarrollados y algunas monedas de emergentes (de acuerdo con el DXY²⁴, el dólar se debilitó 0,9%) y su comportamiento puede dividirse en los siguientes dos periodos: *i*) durante abril y mayo el dólar se debilitó principalmente por la disminución de la percepción de riesgo a nivel global ante los factores internacionales anteriormente mencionados; y *ii*) desde la segunda semana de junio el dólar se fortaleció frente a la mayoría de monedas a nivel global, influenciado por la perspectiva de una postura *hawkish* por parte de la Reserva Federal y la mayor incertidumbre en torno al impacto sobre la recuperación económica que podría tener la propagación de una variante de Covid-19 más infecciosa (Cuadro 1 y Gráfico 27).

Las monedas que presentaron la mayor apreciación frente al dólar estadounidense durante el trimestre fueron: el real brasileño (11,8%), el zloty polaco (3,5%), el rublo ruso (3,3%) y el rand sudafricano (3,3%); mientras que las monedas que presentaron la mayor depreciación frente al dólar fueron: la lira turca (5,5%), el peso argentino (4,1%) y el sol peruano (3,3%).

En relación con las monedas de la región, el Latam Currency Index (LACI²⁵) reflejó una apreciación de 3,9% de sus canastas de monedas frente al dólar durante el trimestre. La apreciación del índice se debe principalmente al fortalecimiento del real brasileño

²⁴Índice 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%.

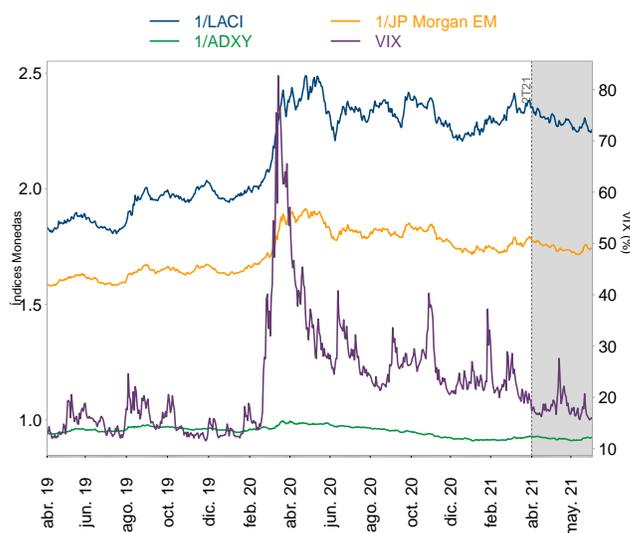
²⁵El índice recoge el comportamiento de las principales monedas latinoamericanas frente al dólar, en paréntesis se muestra la participación de cada moneda en el índice: el real brasileño (33%), el peso mexicano (33%), el peso chileno (12%), el peso argentino (10%), el peso colombiano (7%) y el sol peruano (5%).

Cuadro 1: Depreciación de monedas frente al dólar estadounidense

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

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.

Gráfico 27: VIX vs índices de monedas

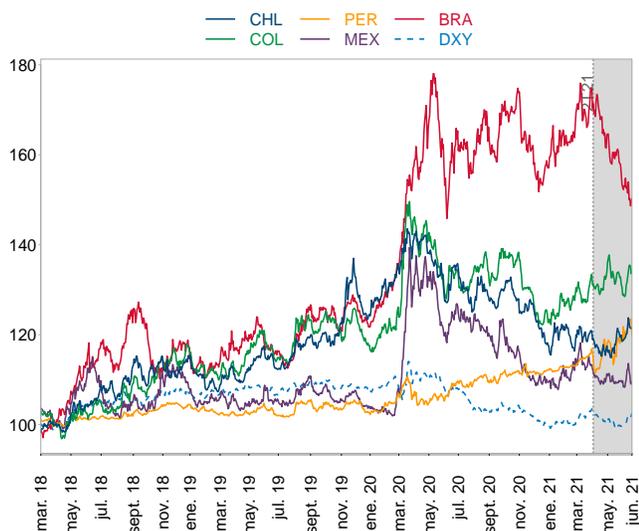


Fuente: Bloomberg.
 Nota: Los índices ADXY, LACI y JP Morgan EM se muestran como 1/índice debido a que un aumento de las series originales indica apreciación. Así, un incremento de las series 1/índice indica una depreciación de sus canastas de monedas.

(11,8%) y en menor medida a la apreciación del peso mexicano (2,4%), mientras que las demás monedas de referencia de la región se depreciaron: el sol peruano (3,3%), el peso chileno (2,1%) y el peso colombiano (1,9%). A pesar del alza del precio de algunos *commodities*, como el petróleo y el cobre, estas monedas se vieron afectadas por factores idiosincráticos dentro

de los que se destaca la incertidumbre política.

Gráfico 28: Tasas de cambio de Latinoamérica



Fuente: Bloomberg. Base 100: 30 de marzo de 2018.

El sol peruano registró la mayor depreciación de la región. Durante el periodo de análisis la moneda exhibió una alta volatilidad como consecuencia de la incertidumbre política en relación con el desarrollo de las elecciones presidenciales. En este periodo, la tasa de cambio de Perú alcanzó nuevamente su nivel más débil frente al dólar en la historia²⁶. Se destaca que durante el trimestre la volatilidad condicional del sol peruano alcanzó su mayor nivel en la última década y se ubicó por encima de la de las demás monedas de la región.

En cuanto al peso chileno, hasta mediados de mayo la moneda estuvo respaldada por el incremento inicial del precio del cobre, principal exportación del país. Sin embargo, el peso se debilitó como consecuencia de la percepción de un incremento del riesgo político en el país; además la moneda estuvo afectada por el posterior descenso en el precio del *commodity*.

El real brasileño mostró el mejor desempeño de la región, según analistas favorecido por: *i*) la publicación

²⁶3,98 soles por dólar, el 24 de junio de 2021.

de sólidos datos de actividad económica, que generaron flujos de inversionistas²⁷; *ii*) el aumento de los precios del acero chino a máximos históricos, lo que apunta a una sólida demanda de hierro, una de las principales exportaciones del país a China; *iii*) el fin del estancamiento presupuestario de 2021²⁸; y *iv*) las expectativas de mayores incrementos de la tasa de política monetaria, ante las mayores expectativas de inflación.

Finalmente, el comportamiento del peso mexicano se explica principalmente por los movimientos que presentó el dólar. A inicios del trimestre, la moneda se fortaleció favorecida por los buenos datos económicos de EE.UU. (su principal socio comercial) y posteriormente no registró cambios significativos hasta inicios de junio. Adicionalmente, dado que el partido de Gobierno Morena y sus aliados perdieron la mayoría absoluta en la Cámara de Diputados, la moneda estuvo favorecida por la opinión de que el presidente AMLO enfrentará controles más fuertes a su poder legislativo, después de las elecciones de mitad de periodo.

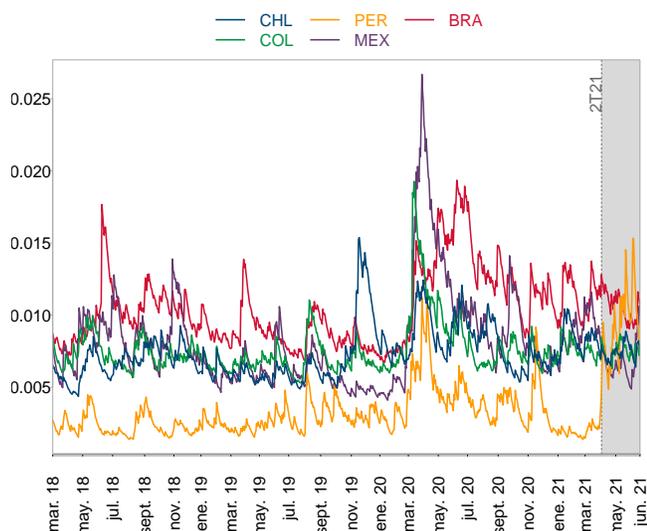
Con respecto al promedio registrado en el 1T21, en el 2T21 la volatilidad condicional promedio disminuyó para la mayoría de las monedas de los países de la región analizadas a excepción del sol peruano. En trimestres pasados, el sol peruano era la moneda menos volátil de la región, sin embargo, desde el 19 de mayo al 21 de junio de 2021, la volatilidad condicional de esta moneda fue la más alta de las monedas de la región y alcanzó su mayor nivel en la última década. Durante el trimestre, el real brasileño presentó en promedio, la mayor volatilidad, seguida por el sol peruano, el peso colombiano, el peso chileno y el peso mexicano

²⁷De acuerdo con la información disponible del IIF, Brasil tuvo entradas netas de inversión de portafolio al mercado de renta fija y renta variable de USD 1,48 mm y USD 4,90 mm en abril y mayo, respectivamente. En junio, el país tuvo entradas al mercado de renta variable de USD 3,21 mm (aún no hay dato disponible de renta fija).

²⁸Finalizando abril, el presidente aprobó el presupuesto 2021 con vetos (eliminación del gasto) por USD 3,7 mm y bloqueos (suspensión del gasto con posibilidad de ser habilitado en caso de que a lo largo del año se consigan los recursos) de USD 1,63, poniendo fin a semanas de discusiones y al estancamiento del proyecto, que había afectado la ejecución de los programas gubernamentales este año.

(Gráfico 29).

Gráfico 29: Volatilidad condicional de las tasas de cambio de Latinoamérica



Fuente: Bloomberg. Cálculos: DOAM

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 a través de *Non-Delivery Cross Currency Swap* por USD 2.286 m y recogió liquidez a través de *FX-Repos* y *Cross-Currency Swap (CCS)* por un monto de USD 3.220 m. Adicionalmente, el 16 de junio la Fed anunció la extensión hasta el 31 de diciembre de 2021 de la línea swap que tiene con el BCB, la cual fue establecida en marzo del año pasado por hasta USD 60 mm (Cuadro 2).

En Chile, el BCCh realizó compras en el mercado de contado por USD 2.440 m, correspondientes al programa de reposición y ampliación de reservas internacionales, anunciado en enero de este año (Cuadro 3).

El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) tuvo una posición vendedora en el mercado de contado por USD 2.571 m y tuvo una posición compradora a través de *Non-Delivery Cross Currency Swap* por un monto

de USD 506 m. Adicionalmente, el BCRP realizó ventas de dólares a través de Certificados de Depósitos Reajustables (CDR) por USD 165 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*)²⁹. Así mismo, se llevaron a cabo dos subastas de crédito en dólares en mayo para renovar los vencimientos de las operaciones celebradas en marzo. En total se adjudicaron USD 250 m y se vencieron USD 400 m en estas subastas (Cuadro 5).

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

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

	Compras netas de contado (A)	FX-Repos y CCS (B)*	Repos con títulos denominados en dólares (C)**	Non-Delivery Cross Currency Swap (D)***	Cambio en la posición cambiaria (A+D)
1T21	-6.645	1.250	0	-16.356	-23.001
Abr	0	1.600	0	-2.374	-11.319
May	0	750	0	879	-2.879
Jun	0	870	0	-790	-8.803
2T21	-6.645	3.220	0	-2.286	-25.287

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD m. Se incluyen los vencimientos y las renovaciones de los instrumentos

*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.

5.2 Mercado cambiario colombiano

El peso colombiano presentó un comportamiento volátil y se depreció 1,9% durante el trimestre, lo cual

²⁹Cuando 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 3: Intervención cambiaria del BCCh (compras netas incluyendo vencimientos)

	Compras netas de contado (A)	FX Repos (B)*	Venta Forward NDF (C)	Cambio en la posición cambiaria (A+C)
1T21	2.120	0	0	2.120
Abr	840	0	0	840
May	800	0	0	800
Jun	800	0	0	800
2T21	2.440	0	0	2.440

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.

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

	Compras netas de contado (A)	Non-Delivery Cross-Currency Swaps (B)*	CDR's (C)	CDL's (D)**	Cambio en la posición cambiaria (A+B+C+D)
1T21	-2.396	-5.525	-113	0	-8.034
Abr	-314	-1.537	93	0	-1.758
May	-965	60	-6	0	-912
Jun	-1.292	1.983	-252	0	439
2T21	-2.571	506	-165	0	-2.231

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales. Cifras en USD m. Se tienen en cuenta los vencimiento 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

	Compras netas de contado (A)*	Subasta de opciones put (B)	Venta forward NDF(C)*	Subasta de crédito en USD (D)**	Cambio en la posición cambiaria (A+B+C)
1T21	0	0	0	730	-1.991
Abr	0	0	0	0	0
May	0	0	0	150	0
Jun	0	0	0	0	0
2T21	0	0	0	150	0

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.

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

	Compras netas de contado (Gobierno) (A)	Subasta de opciones put (B)	Venta forward NDF (C)	FX-repos* (D)	Cambio en la posición cambiaria (A+B+C)
1T21	0	0	91	0	91
Abr	0	0	0	0	0
May	0	0	0	0	0
Jun	0	0	0	0	91
2T21	0	0	0	0	0

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.

estuvo explicado principalmente por la incertidumbre asociada a la discusión de la reforma fiscal en el Congreso y su posterior retiro, las manifestaciones y bloqueos a nivel nacional, las expectativas de una rebaja de la calificación crediticia del país por debajo del nivel de grado de inversión (la cual se confirmó el 19 de mayo por parte de S&P) y la fortaleza que tuvo el dólar a nivel global finalizando el periodo. Por otra parte, de acuerdo con algunos agentes del mercado, el comportamiento de la tasa de cambio pudo estar incorporando la incertidumbre de la posible reducción de la calificación por debajo del grado de inversión por parte de Fitch, la cual se materializó el 1 de julio.

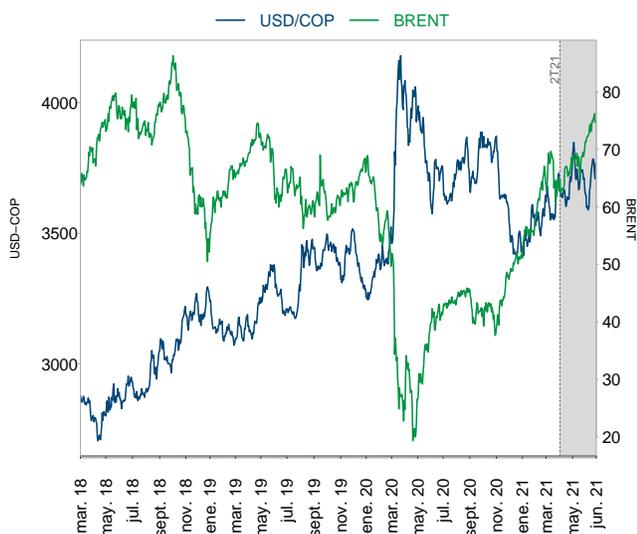
No obstante, en el trimestre se presentaron flujos de entrada de dólares por parte de inversionistas extranjeros, aumentos en los precios del petróleo³⁰ y oferta de dólares por parte de la Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional (DGCPTN) en el mercado de contado peso-dólar, que pudieron haber contenido las presiones alcistas sobre la tasa de cambio³¹

³⁰A pesar de que la correlación entre la tasa de cambio y el precio del Brent durante el trimestre fue de 0,33, entre la última semana de mayo y las dos primeras semanas de junio la correlación fue de -0,96.

³¹Se destaca que después de la pérdida de grado de inversión por parte de S&P y al 11 de junio la moneda se apreció 1,5% soportada por algunos de los factores mencionados. Sin embargo, entre el 11 y el 30 de junio, la moneda se depreció 3,4%, en medio del fortalecimiento del dólar a nivel global.

(Gráfico 30).

Gráfico 30: Precio del petróleo frente al peso colombiano



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

Al analizar las operaciones negociadas en el mercado cambiario local durante el 2T21, el mercado de contado peso-dólar tuvo una leve disminución de su liquidez frente al trimestre anterior, mientras que el mercado *forward* peso-dólar tuvo una mejora de su liquidez. En el mercado *spot* peso-dólar³² el monto promedio diario de negociación³³ se ubicó en USD 1.317 m, cifra inferior al promedio observado durante el trimestre anterior, pero superior al observado durante el mismo periodo hace un año³⁴. Por su parte, el monto promedio diario negociado en el mercado *forward* peso-dólar³⁵, fue de USD 2.432 m, mayor al observado en el 1T21 y al de un año atrás³⁶.

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

³²Incluye las operaciones entre IMC y las operaciones entre IMC con sus clientes.

³³Fuente: SET-ICAP FX. Incluye negociaciones en este sistema y registros.

³⁴Promedios diarios: 1T21: USD 1.361 m, 2T20: USD 1.170 m.

³⁵Incluye las operaciones realizadas entre IMC y las operaciones entre IMC con sus clientes.

³⁶Promedios diarios: 1T21: USD 2.357 m, 2T20: USD 2.024 m. Fuente: Banco de la República.

contratos disminuyó durante el 2T21 respecto al 1T21, pero aumentó frente al de un año atrás y se ubicó en USD 4.376 m³⁷.

Adicionalmente, durante el 2T21 en el mercado *forward* y *swap* peso-dólar, se observó que el saldo de venta de los Fondos de Pensiones y Censatías³⁸ disminuyó levemente durante el periodo y permanece cercano a su nivel máximo histórico (USD 18.635 m). De manera similar el saldo de compra de los inversionistas extranjeros³⁹ presentó una leve disminución (USD 216 m). En contraste, en las semanas posteriores al anuncio de *S&P* sobre la calificación crediticia (entre el 19 de mayo y 14 de junio) el saldo de compra de los inversionistas tuvo una disminución importante de USD 2.044 m, la cual se revirtió parcialmente al final del periodo.

En cuanto a la diferencia entre la devaluación implícita observada en los contratos *forward* a un mes y la devaluación teórica⁴⁰, está disminuyó durante abril y posteriormente alcanzó niveles cercanos a cero. El promedio mensual se ubicó en abril en -0,31 %, en mayo en 0,17 % y en junio en 0,34 % (Gráfico 31).

³⁷Promedios diarios: 1T21: USD 4.987 m, 2T20: USD 3.460 m. Fuente: Banco de la República.

³⁸El saldo corresponde a las compras netas incluyendo vencimientos de las operaciones *forward* y *swap* peso-dólar realizadas entre FPC con IMC y con extranjeros.

³⁹El 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).

⁴⁰Se 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

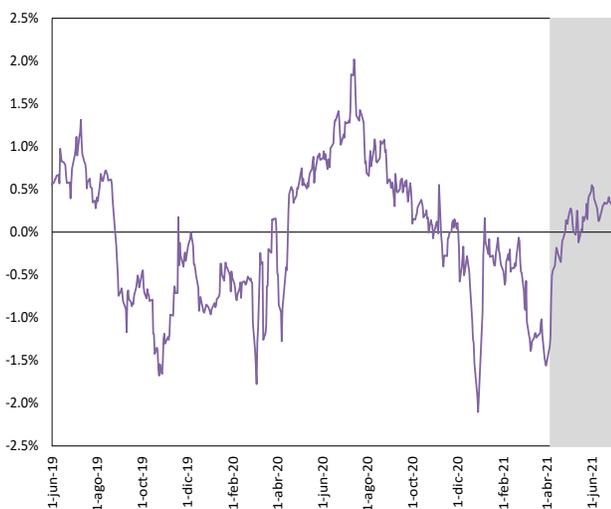
$$\left[\frac{1+i}{1+i^*} \right] - 1 \tag{1}$$

El cálculo de la devaluación implícita se realiza como:

$$\left[\frac{\text{tasapactada}}{\text{tasacontado}} \right]^{\frac{365}{\text{plazo}}} - 1 \tag{2}$$

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.

Gráfico 31: Devaluación Implícita (Observada – Teórica*)



Fuente: Bloomberg y Banrep, cálculos DOAM.
*Devaluación teórica se calcula utilizando la Libor y el IBR.

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 mm en el 1T21 a USD 26,4 mm en el 2T21. En relación con el volumen de negociación de algunos derivados estandarizados, se negociaron en total 73.711 futuros de TRM⁴¹ (80.702 contratos en el 1T21), por un monto total de USD 3.685,6 m. Respecto a los mini futuros de TRM⁴², se negociaron un total de 12.421 contratos (10.882 contratos en el 1T21), por un monto total de USD 62,1 m y se negociaron 59 contratos de opciones de TRM (Gráfico 32).

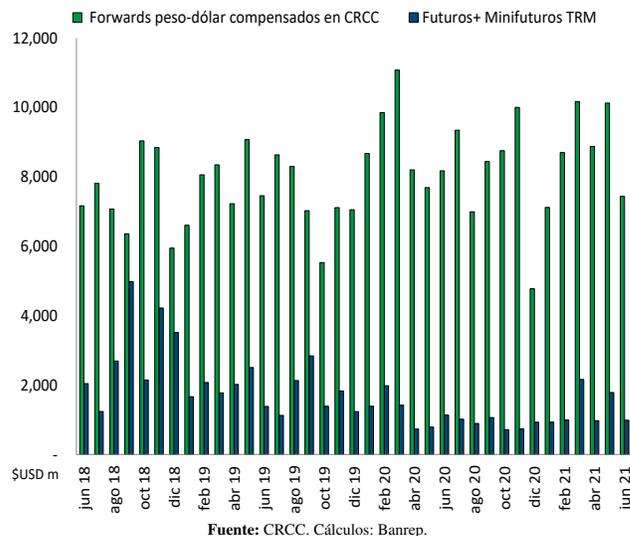
Finalmente, al analizar los flujos de divisas de acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria⁴³, en el 2T21 la cuenta corriente registró reintegros netos de divisas por USD 2.895 m, de los cuales USD 2.805 m corresponden a ingresos por balanza de servicios y transferencias y USD 90 m a ingresos por balanza comercial. Por otra parte, en la cuenta de capital se presentaron salidas netas de divisas por USD 2.882 m, que resul-

⁴¹Cada contrato tiene un valor nominal de USD 50.000.

⁴²Cada contrato tiene un valor nominal de USD 5.000.

⁴³La Balanza cambiaria se puede encontrar en el siguiente enlace: <http://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/balanza-cambiaria>.

Gráfico 32: Forwards y futuros de la CRCC



Fuente: CRCC. Cálculos: Banrep.

tan de salidas netas de capital privado por USD 3.847 m y por otras operaciones especiales por USD 2.587 m, mientras que se presentaron reintegros netos de capital oficial por USD 3.551 m.

En el 2T21, la cuenta de capital privado se presentaron ingresos de divisas por inversión extranjera de portafolio neta⁴⁴ por USD 2.232 m, inversión extranjera directa neta⁴⁵ por USD 1.564 m y por préstamo neto por USD 785 m y se observaron salidas netas de divisas por operaciones especiales del sector privado por USD 8.428 m⁴⁶.

Frente a los flujos presentados en el 1T21, se destacan las entradas por inversión extranjera de portafolio en Colombia por USD 2.408 m, las cuales contrastan con las salidas observadas en el 1T21 (USD 1.029 m).

⁴⁴Inversión extranjera de portafolio en Colombia menos inversión de portafolio colombiana en el exterior.

⁴⁵Inversión extranjera directa en Colombia menos inversión directa de colombiana en el exterior.

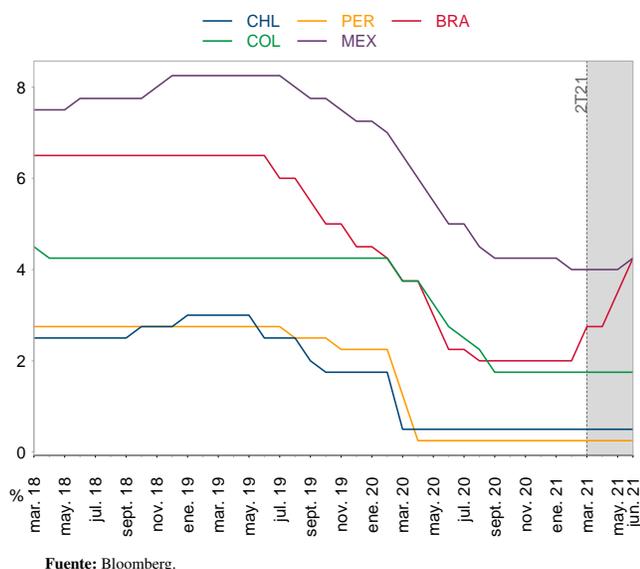
⁴⁶Registra los movimientos de divisas provenientes de cuentas de compensación, compra y venta de saldos de cuentas libres efectuadas en el mercado local, y movimientos de divisas por operaciones de derivados.

6 Mercado monetario y renta fija

6.1 Tasas de interés en Latinoamérica

Durante el 2T21, los bancos centrales de la región mantuvieron sus tasas de política monetaria en niveles mínimos históricos, excepto el Banco de México (Banxico) y el Banco Central de Brasil (BCB). En primer lugar, el Banxico aumentó de manera sorpresiva su tasa en 25 pb a 4,25 % durante su reunión de junio (en febrero la había recortado en 25 pb), citando la necesidad de reforzar la postura monetaria con el fin de evitar un desanclaje de las expectativas de inflación ante las recientes presiones inflacionarias. Por su parte, el BCB continuó con el ciclo de contracción monetaria que emprendió desde marzo (aumento de 75 pb), y aumentó su tasa de política en 75 pb durante cada una de sus reuniones de mayo y junio (en línea con lo esperado por el mercado), con el fin de controlar tanto la inflación como sus expectativas (Gráfico 33 y Cuadro 7).

Gráfico 33: Tasas de política monetaria de países latinoamericanos



A nivel local, durante el trimestre la Junta Directiva del Banrep (JDBR) mantuvo su tasa de política inalte-

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

País	Variación 2T21*	TPM Jun-21**
COL	0	1,75 %
BRL	150	4,25 %
MEX	25	4,25 %
PER	0	0,25 %
CHL	0	0,50 %

Fuente: Bloomberg.

* Variación en puntos básicos entre el nivel observado el 31 de marzo y el 30 de junio de 2021.

** Nivel al cierre de junio de 2021.

rada en 1,75 %, un mínimo histórico desde septiembre de 2020. Mientras que en la reunión de abril, la decisión no fue unánime (uno de los miembros de la JDBR votó por una reducción de 25 pb), durante la reunión de junio la decisión se tomó por unanimidad teniendo en cuenta que:

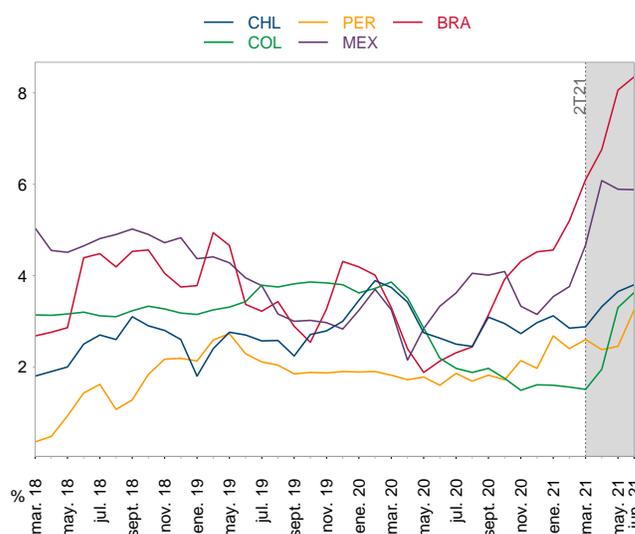
- En el 1T21 la economía alcanzó un crecimiento (1,1 % a/a) mayor al esperado (-0,4 %), dinamismo que se mantuvo en abril, como lo mostró el ISE. No obstante, la tercera ola de contagio del Covid-19, y en mayor medida los bloqueos a las vías y los problemas de orden público se reflejarán en una menor actividad económica durante el 2T21. Pese a ello, el buen desempeño hasta abril justificó una revisión del pronóstico de crecimiento del PIB para 2021 de 6 % a 6,5 % en el escenario central. Aún en ese escenario el nivel de actividad económica seguiría siendo inferior al de 2019. Además las tasas de desempleo e informalidad se mantienen en niveles particularmente altos.
- La inflación anual en mayo de 3,3 % superó los pronósticos (3,08 %). La presión alcista provino del grupo de alimentos (9,52 %), y en especial de los alimentos perecederos (18,16 %), debido a las dificultades de abastecimiento en diversas ciudades. El incremento en la inflación básica, sin alimentos ni regulados (1,56 %), se mantuvo por debajo de la meta y fue similar a lo proyectado. Parte del incremento reciente de la inflación podría tener alguna persistencia y afectar las expectativas, las cuales permanecen ancladas.

- A pesar del crecimiento de la demanda externa y de la mejora de los términos de intercambio se proyecta un mayor déficit de cuenta corriente consistente con el mejor dinamismo de la demanda interna.
- En EE.UU, la inflación sorprendió al alza y su valor esperado se mantiene por encima de la meta de 2% que persigue la Reserva Federal. Esto ha generado expectativas sobre la posibilidad de que se adelante el inicio de la normalización de la política monetaria en ese país, lo que tornaría las condiciones financieras internacionales menos favorables y afectaría el apetito por riesgo para inversiones en las economías emergentes.
- Dada la situación fiscal y de endeudamiento público, de no lograrse el ajuste fiscal requerido en las finanzas públicas se comprometería el acceso al financiamiento y aumentaría su costo, lo cual eventualmente reduciría el espacio de la política monetaria para seguir apoyando la recuperación de la actividad económica y el empleo.

Frente al comportamiento de la inflación, en Colombia esta aumentó del 1,51% registrado en marzo (cercana al mínimo histórico de 1,49% de noviembre de 2020) al 3,63% observado en junio, ubicándose en cada uno de los tres meses del 2T21 por encima de lo esperado por el mercado, aunque dentro del rango establecido por el Banco de la República (2% - 4%). Este comportamiento estuvo explicado principalmente por la baja base estadística del 2T20, el mejor comportamiento de la demanda agregada, la disrupción de las cadenas globales de suministro, y los mayores precios de los alimentos, ocasionados en buena medida por los bloqueos observados durante mayo y parte de junio. Por razones similares, la inflación en Chile y Perú también se vió presionada a alza durante el 2T21, aunque se mantiene dentro del rango meta del BCCH y ligeramente por encima del límite superior del rango establecido por el BCRP. Por último, en México y Brasil se continuaron observaron presiones inflacionarias importantes que llevaron a que la inflación de junio cerrara significativamente por encima del límite superior

del rango de tolerancia establecido por el Banxico y el BCB, lo que a su vez generó expectativas de mayores aumentos de la tasa de política monetaria en estos países durante los próximos meses (Gráfico 34 y Cuadro 8).

Gráfico 34: Inflación IPC en los países de la región



Fuente: Bloomberg.

Cuadro 8: Inflación año completo y meta de inflación 2021

País	Mar 2021	Jun 2021	Rango meta 2021*
COL	1,51%	3,63%	2,00% - 4,00%
BRA	6,10%	8,35%	2,25% - 5,25%
CHL	2,90%	3,80%	2,00% - 4,00%
MEX	4,67%	5,88%	2,00% - 4,00%
PER	2,60%	3,25%	1,00% - 3,00%

Fuente: Bloomberg y bancos centrales de la región.

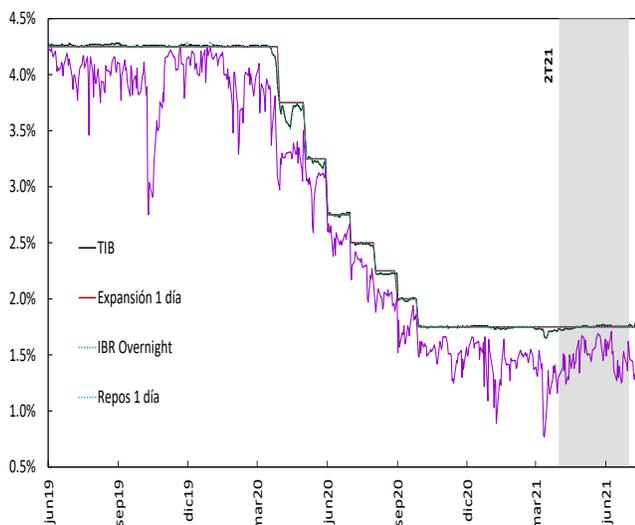
* De acuerdo con lo informado en la páginas de los bancos centrales.

6.2 Mercado monetario colombiano

Durante el 2T21 la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) mantuvo su tasa de interés en 1,75% con el objetivo de seguir brindando estímulo a la economía. En este periodo la tasa IBR overnight, así como la tasa interbancaria se ubicaron en niveles cercanos a la tasa de referencia (Gráfico 35). 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 35: Tasa de referencia BR, TIB e IBR O/N



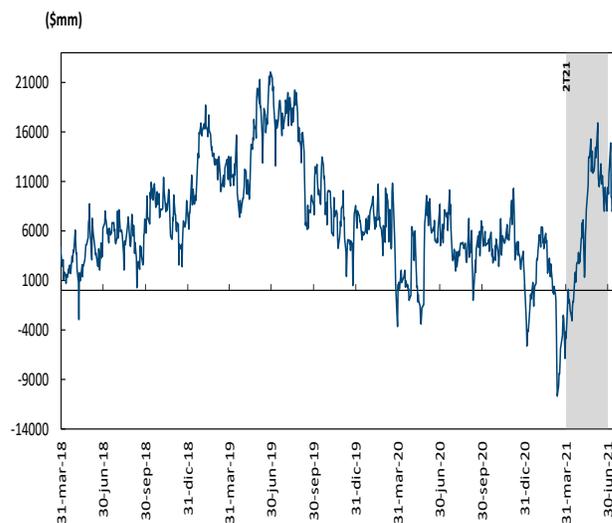
Fuente: Banco de la República.

Desde mediados de abril de 2021 la posición del Banco de la República con el sistema financiero ha sido acreedora⁴⁷. Durante el 2T21, el promedio diario de la posición neta del Banco se ubicó en COP 6.952 mm cifra superior al promedio diario observado durante el 1T21 (COP -303 mm). El máximo nivel del saldo de expansión se observó el 24 de mayo de 2021, momento en el cual se registró un nivel de COP 17.828 mm (esta es la cifra más alta observada desde el 3T19). Por su parte, el mayor saldo de contracción alcanzó los COP 6.743 mm (Gráfico 36).

En el 2T21 el promedio del saldo de la Tesorería de la

⁴⁷Generalmente el Banco de la República 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 este escenario a menudo 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.

Gráfico 36: Posición neta del Banco de la República en el mercado monetario



Fuente: Banrep.

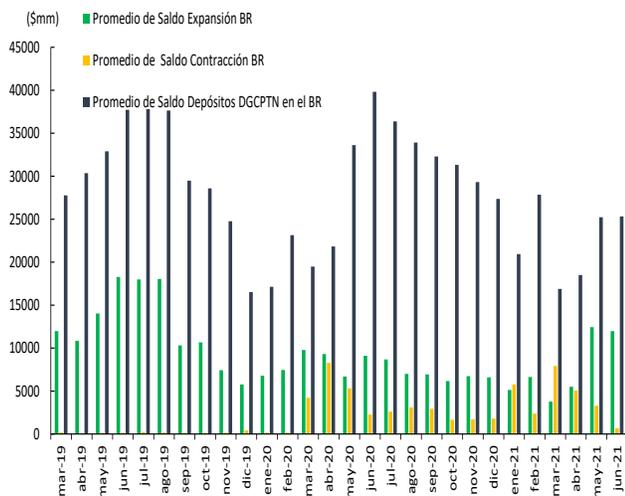
Nación en el Banco de la República se ubicó en COP 23.017 mm, cifra superior al promedio observado durante el 1T21 (COP 21.743 mm) (Gráfico 37), lo cual estuvo asociado a las menores transferencias, pagos de cupones y vencimientos de títulos de deuda pública que hizo el gobierno durante el trimestre.

En adición a lo anterior, al analizar las operaciones COP – OIS⁴⁸ negociadas en *Chicago Mercantile Exchange* (CME), el volumen promedio diario transado en el CME de las operaciones del COP – OIS se ubicó en USD 2.598 m, cifra superior al volumen promedio diario transado durante el 1T21 (USD 1.706 m).

El monto operado vigente en este tipo de operaciones alcanzó un nuevo máximo el 11 de mayo (USD 253.545 m) y posteriormente presentó una caída importante días antes del anuncio de S&P sobre la cali-

⁴⁸El 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: Promedio mensual de saldos diarios 2018 - 2021



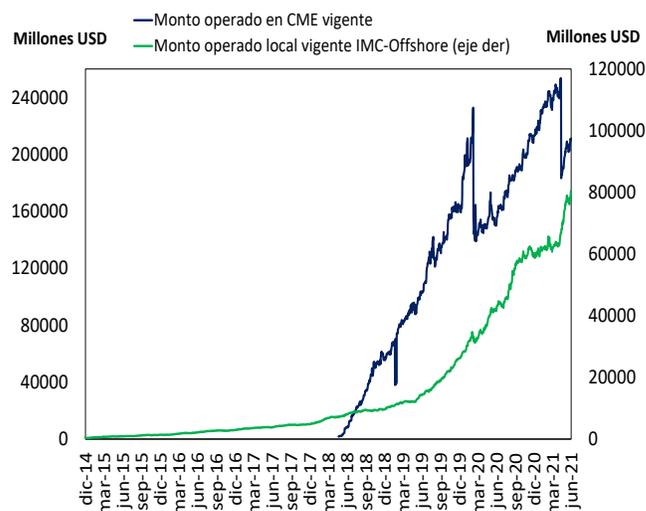
Fuente: Banrep.

Nota: Información al 31 de marzo de 2021. El saldo de disponibilidades de la DTN en el BR incluye depósitos no remunerados y depósitos remunerados.

ficación crediticia de Colombia. Este comportamiento es similar al presentado en marzo del año pasado cuando se observó un desplome de los precios del petróleo y mayores preocupaciones respecto a la evolución de la pandemia del Covid-19. A partir de este punto, el monto operado vigente presentó una leve recuperación y al 30 de junio se ubicó en USD 210.676 m (el saldo vigente promedio durante el 2T21 se ubicó en USD 220.657 m). Por otra parte, el monto operado vigente de swaps IBR que se transaron localmente entre IMC y contrapartes del exterior continuó aumentando y al 30 de junio alcanzó los USD 80.498 m (Gráfico 38).

Finalmente, en el Gráfico 39 se muestra la tasa de intervención, 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 2T21 las tasas IBR O/N y a plazo de 1, 3 y 6 meses tuvieron variaciones de 3 pb, 1 pb, 15 pb y 34 pb, respectivamente. A su vez, las tasas OIS de 9 meses y un año variaron 59 y 79 pb, en su orden. De esta manera, al 30 de junio las tasas IBR O/N, a 1, 3 y 6 meses y las tasas OIS a 9 meses y un año se ubicaron en 1,75%, 1,76%, 1,92%, 2,25%, 2,67% y 3,08%, respectivamente. Lo anterior reflejó

Gráfico 38: 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 intercambian flujos en pesos, que incluyan el intercambio de IBR y que se hayan negociado con agentes del exterior.

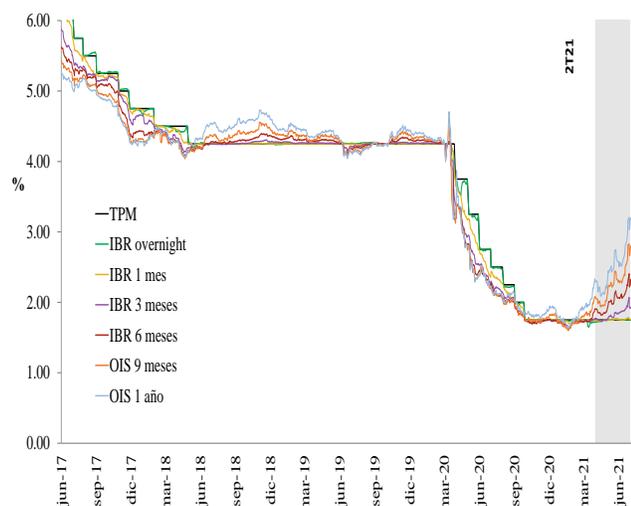
expectativas de una postura más *hawkish* por parte del Banco de la República, lo cual podría estar asociado en parte a la percepción de una Reserva Federal más *hawkish*, una senda de política monetaria menos expansiva en los demás países de la región, así como a las mayores presiones inflacionarias en Colombia.

6.3 Mercado de deuda pública

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

Durante el 2T21, la curva de EE.UU. presentó un aplanamiento como consecuencia de las desvalorizaciones de los Tesoros del tramo corto y las valorizaciones de los tramos medio y largo. Las desvalorizaciones se presentaron a finales del trimestre como consecuencia de la postura *hawkish* adoptada por la Reserva Federal tras su reunión de política monetaria de junio. Por su parte, los títulos de los tramos medio y largo se

Gráfico 39: Evolución IBR O/N, 1M, 3M y 6M y tasas OIS 9M y 1A

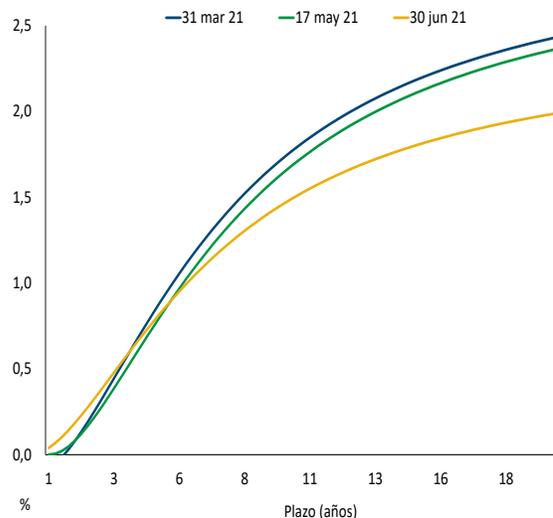


Fuente: Banrep y Bloomberg.

valorizaron, corrigiendo parcialmente los rápidos aumentos observados durante el 1T21, ante la expectativa del mercado de que las recientes presiones inflacionarias serían transitorias y de que el eventual retiro del estímulo monetario sería gradual y ordenado (Gráfico 40).

Con respecto a las curvas de los países de la región, durante el 2T21 la mayoría de los títulos del tramo corto presentaron desvalorizaciones importantes ante las expectativas de que los bancos centrales de estos países adopten una postura de política monetaria menos expansiva con el fin de hacer frente a las recientes presiones inflacionarias. Por el contrario, los títulos del tramo largo presentaron un comportamiento divergente, afectados principalmente por factores locales. En este contexto, los títulos que presentaron las mayores desvalorizaciones durante el trimestre fueron los de Chile y Perú, afectados en mayor medida por la incertidumbre política en estos países. Por su parte, los títulos de Brasil se valorizaron ante el mayor optimismo frente al proceso de recuperación económica, y ante la percepción de que los precios de estos activos se encontraban por debajo de su nivel justo luego de haber presentado el peor desempeño de la región durante

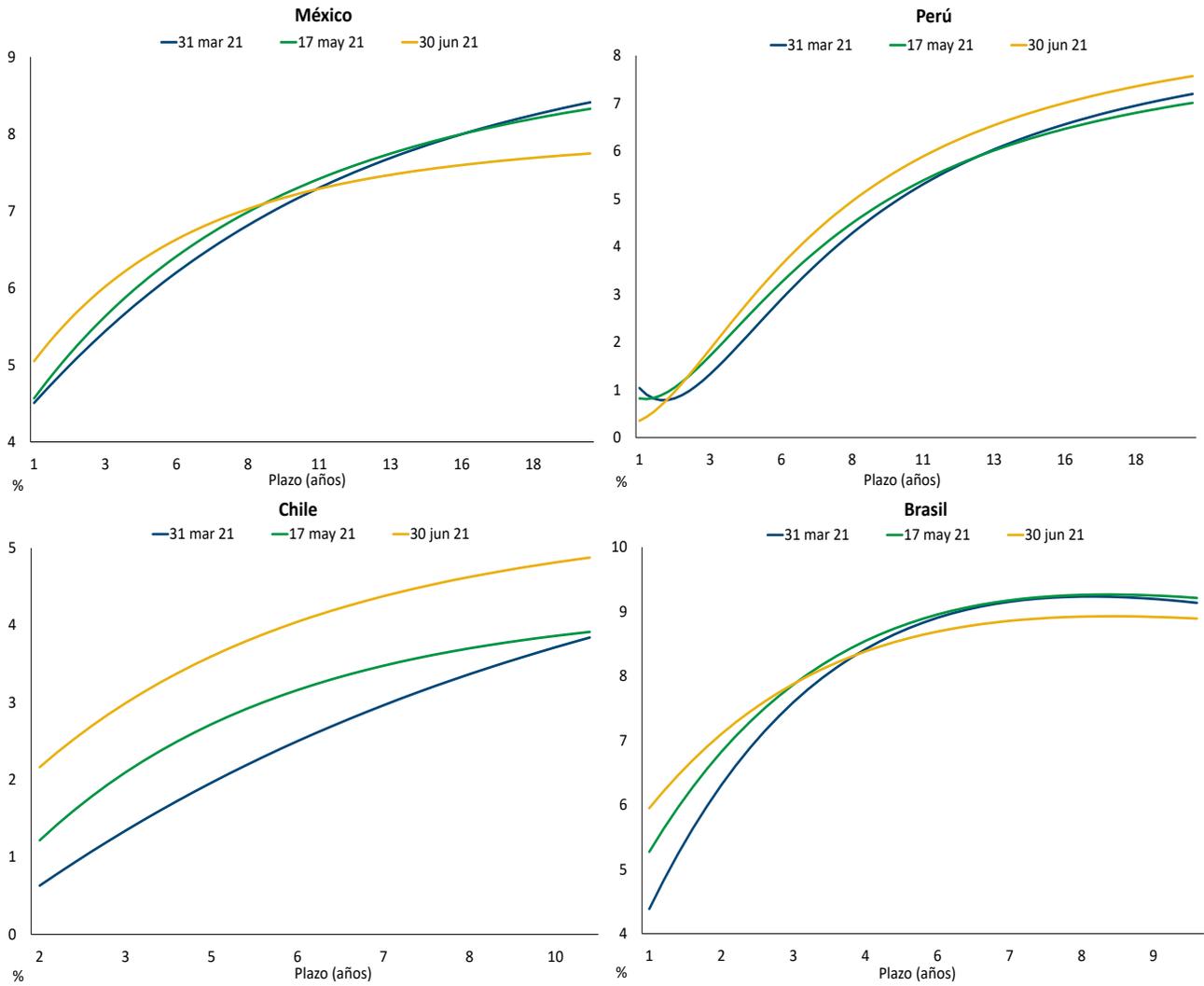
Gráfico 40: Curva cero cupón de EE.UU.



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

el 1T21 (Gráfico 41).

Gráfico 41: Curvas cero cupón de países de la región



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

6.3.2. Deuda pública interna de Colombia

Entre el 31 de marzo y el 30 de junio del 2021 el saldo de TES clase B en el mercado pasó de COP 354,3 b a COP 372,4 b. En el trimestre se emitieron COP 15,6 b⁴⁹ de TES de largo plazo de los COP 39,7 b aprobados para 2021⁵⁰. Con respecto a los TES de corto plazo para operaciones de Tesorería, el cupo anunciado para 2021 es COP 26 b⁵¹ y al 30 de junio se habían expedido COP 7,3 b y cancelado COP 6,1 b durante lo corrido del año.

A continuación se describen los principales eventos que afectaron la dinámica del mercado de deuda pública local durante el periodo de análisis:

Se publicaron los datos de inflación de marzo, abril y mayo del 2021, los cuales en todos los casos se ubicaron por encima de las expectativas del mercado⁵².

El 31 de marzo, el Banco de la República emitió un comunicado donde indicó la entrega al Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) de TES de su portafolio monetario por COP 3.506,2 mm (valor a

⁴⁹Valores nominales. COP 10,6 b de TES en pesos y COP 5,0 b de TES UVR.

⁵⁰Cupo autorizado para TES largo plazo, Decreto 1769 de diciembre 24 del 2020.

⁵¹Ídem.

⁵²El Dane publicó el 5 de abril la variación del índice de precios al consumidor en marzo, el cual se ubicó en 0,51 % mes a mes. Dicho resultado fue superior al dato de la encuesta del Banrep (0,41 %) y a las expectativas de los analistas encuestados por Bloomberg (0,43 %), pero por debajo de la inflación registrada en el mismo mes del año 2020 (0,57 %). La variación anual fue de 1,51 % (esp: 1,45 %). Luego, el 5 de mayo se dió a conocer la variación del índice de precios al consumidor en abril, el cual se ubicó en 0,59 % mes a mes. Dicho resultado fue superior al dato de la encuesta del Banrep (0,34 %), a las expectativas de los analistas encuestados por Bloomberg (0,32 %) y a la inflación registrada en el mismo mes del año 2020 (0,16 %). La variación anual fue de 1,95 % (esp: 1,69 %). Por último, el Dane publicó el 5 de junio la variación del índice de precios al consumidor de mayo, la cual se ubicó en 1 % mes a mes. Dicho resultado fue superior al dato de la encuesta del Banrep (0,5 %), a las expectativas de los analistas encuestados por Bloomberg (0,79 %), y a la inflación registrada en el mismo mes del año 2020 (-0,32 %). La variación anual fue de 3,30 % (esp: 3,08 %).

precios de mercado), como parte del pago de las utilidades a distribuir del año 2020 (que ascendieron a COP 6.628,6 mm), en atención a la solicitud realizada por dicha entidad. Lo anterior se realizó en concordancia con lo señalado en la Ley 2063 de 2020, que faculta al Banco de la República para realizar el pago de las utilidades de 2020 en efectivo o con títulos de deuda pública.

El 9 de abril el Banco de la República informó que en marzo había realizado ventas definitivas de TES en el mercado por COP 3.192,8 mm (valor a precios de mercado). Posteriormente, el 7 de mayo el Banco informó que en abril había continuado realizando ventas definitivas de TES en el mercado, ese mes por COP 2.728,6 mm.

El 15 de abril el MHCP radicó en el Congreso de la República el proyecto de *Ley de Solidaridad Sostenible*, el cual busca aumentar las transferencias para los hogares más vulnerables, generar empleo y fomentar el ingreso a la educación. El MHCP indicó que con la Ley se recaudarían COP 23 b entre el año 2022 y el 2023, de los cuales COP 7,3 b serían aportados por el cobro del IVA, COP 17 b los aportarían las personas naturales y COP 3,7 b las personas jurídicas (por el ordenamiento constitucional, los gobiernos regionales, los municipios, distritos y departamentos serán dueños de COP 4,6 b). En particular, se destacaron las siguientes aclaraciones y propuestas:

- El Consejo Superior de Política Fiscal (*Confis*) usará los siguientes criterios para establecer las metas fiscales:
 - “Para cada vigencia fiscal, se fijarán niveles mínimos que debe alcanzar el balance fiscal primario neto estructural.”
 - “Estos valores mínimos fijados para el balance fiscal primario neto estructural aumentarán en la medida en que el pasivo neto no pensional se acerque al límite del pasivo neto no pensional.”
 - “Los niveles mínimos que deberá tener el

balance fiscal primario neto estructural buscarán que el pasivo neto no pensional oscile alrededor del ancla del pasivo neto no pensional.”

- En línea con lo anterior, se proponen 12 variables para el establecimiento de la regla: balance fiscal total, balance fiscal primario neto, transacciones de única vez, ingreso petrolero, ingreso estructural petrolero, ciclo petrolero, balance fiscal primario neto estructural, pasivo agregado no pensional, pasivo neto no pensional, límite del pasivo neto no pensional, margen prudencial y ancla del pasivo neto no pensional.
- Se puntualizó que “el balance fiscal primario neto estructural no podrá ser inferior a -1,8% del PIB en 2022, -0,7% del PIB en 2023 y -0,2% del PIB en 2024, independientemente del valor del pasivo neto no pensional que se observe”, y se estableció una cláusula de escape en momentos de crisis que permite la desviación de las metas fiscales trazadas por máximo tres años consecutivos.
- Se proponen cambios en las tasas de impuesto a la renta para las empresas: las empresas con renta mínima gravable menor a 13.700 UVT tendrán una tarifa de 24%, y la tarifa será 30% para las demás. Además, entre 2022 y 2023 se adicionarán 3 puntos porcentuales a estas tarifas, hasta alcanzar 27% y 33%, respectivamente.
- Se propone disminuir la retención en la fuente para tenedores extranjeros de TES de 5% a 0%.
- Las personas naturales que reciban desde COP 2,4 m mensuales deberán pagar impuesto de renta, dependiendo de la renta líquida gravable para cada caso.
- Aumento en el impuesto a dividendos de 10% a 15%.
- Sobretasa a la gasolina diferenciada por región.

Posteriormente, ante las protestas que se presentaron en varias ciudades del país, inicialmente en rechazo a

la reforma fiscal propuesta por el Gobierno, la reforma fue retirada del Congreso el 2 de mayo, al tiempo que se anunció la renuncia del Ministro de Hacienda y sus viceministros.

El 19 de mayo *S&P Global Ratings* redujó la calificación de la deuda a largo plazo en moneda extranjera de Colombia de *BBB-* a *BB+* y la calificación de la deuda a largo plazo en moneda local de *BBB* a *BBB-*. Sin embargo, la perspectiva de estas calificaciones pasó de *negativa* a *estable*. La entidad indicó que la decisión se soportó en expectativas de un ajuste más gradual y prolongado de los desafíos derivados de la pandemia.

El 3 de junio, en la reunión del *Comité Consultivo de la Regla Fiscal*, se discutieron temas como la evolución de las finanzas públicas y el escenario fiscal de las próximas vigencias. En esta reunión, se resaltó la importancia de generar ingresos permanentes de 1% del PIB a partir del 2022, y la urgencia de un Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) que cuantificara las necesidades futuras y definiera una senda de convergencia de la deuda pública a niveles deseados.

El 4 de junio, el director de Crédito Público afirmó que, ante el aumento de los rendimientos de los bonos de largo plazo, Colombia buscaría reducir la duración de los títulos de las subastas primarias. De igual forma, manifestó que el MHCP venía trabajando en el plan de lanzar un fondo bursátil que podría ampliar la base de compradores de sus bonos en pesos para el primer semestre del 2022.

El 11 de junio el MHCP, en una reunión con los Creadores de Mercado, anunció su intención de ajustar las subastas primarias así:

- Primera semana de cada mes: se subastarían los TES en UVR que vencen en 2029 y 2037, y se retiraría de esta subasta el título que vence en 2049.
- Segunda semana de cada mes: se subastarían los TES en pesos que vencen en 2031 (en reemplazo del título con vencimiento en 2027 que se venía subastando) y 2036, y se retiraría de esta subasta

el título que vence en 2050.

- Tercera semana de cada mes: se subastarían los TES en UVR que vencen en 2029, 2037 y 2049.
- Cuarta semana de cada mes: se subastarían los TES en pesos que vencen en 2031, 2036 y 2050.

Con esto, las emisiones de los TES que vencen en 2049 y 2050 se harían cada mes, en vez de cada quince días como estaba establecido el programa hasta ese momento. Lo anterior con el propósito de reducir la duración de los títulos emitidos dado el alto empinamiento de la curva.

El 15 de junio, el MHCP presentó el MFMP como hoja de ruta de política fiscal para los próximos 10 años. En esta presentación, se anunció que el Gobierno presentaría al Congreso una nueva propuesta de reforma tributaria (*Ley de Inversión Social*) el 20 de julio del 2021; y se destacó la necesidad de un ajuste de la regla fiscal con el fin de introducir un componente del nivel de endeudamiento que permita definir los objetivos de deuda a mediano plazo. Además, anunció que anticipa un nuevo ajuste fiscal a partir del 2023 de aproximadamente una tercera parte del monto que se busca recaudar a través del proyecto de *Ley de Inversión Social*. Se destacó además que en el MFMP consideraba que el grado de inversión para Colombia se mantendría.

De igual forma, se planteó un crecimiento de la economía para 2021 del 6%, por encima del 5% proyectado previamente en el Plan Financiero presentado en marzo; y que, bajo este contexto, el déficit fiscal para 2021 se mantendría en la meta de 8,6% del PIB (COP 95,7 b). Para 2022 se espera un crecimiento del PIB de 4,3% que permitirá recuperar la senda previa a la pandemia. Por otra parte, se consideró que la inflación sería de 3%, un incremento de 0,6 pp de lo que previamente se había estimado, y esta se reducirá a 2,8% para el 2022.

Se definió que la deuda pública aumentará a 65,1% del PIB en 2021 y se proyectaron necesidades de financiamiento del Gobierno Nacional Central por 134

b (12,1% del PIB) compuestas por un déficit a financiar de COP 95,7 b (8,6% del PIB), amortizaciones por 18,9 b (1,7% del PIB) y pago de obligaciones por 8,6 b (0,8% del PIB). El déficit fiscal bajaría a 7% del PIB en 2022, y sería de 3,8%, 3,1% y 2,8% del PIB para 2024, 2025, y 2026, respectivamente. Se planteó una reducción continua en el déficit primario; para 2022 sería 3,5% del PIB, y se proyectó que a partir del 2029 se mantendrá un superávit de 0,7% del PIB.

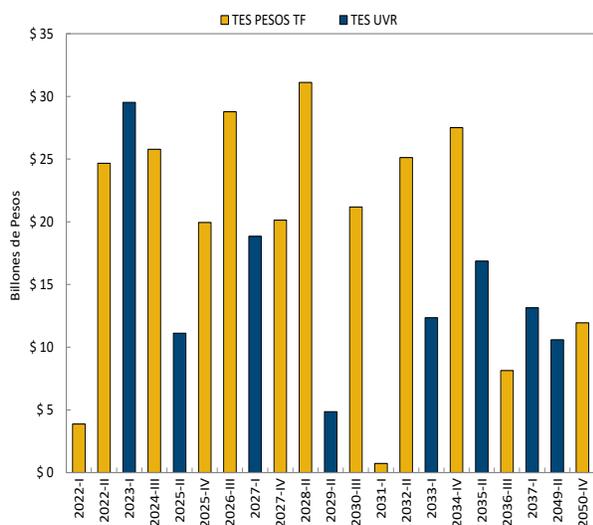
El Ministro de Hacienda, José Manuel Restrepo, precisó que las necesidades para el 2021 se buscarán atender a través de desembolsos de deuda interna y externa, como también a través de otros recursos y depósitos de tesorería. De esta forma, las fuentes de financiamiento implican desembolsos de deuda, el 62,6% (COP 55,2 b, 5,0% del PIB) corresponde a fuentes en moneda local y el 37,7% (COP 35,1 b, 3,2% del PIB) en moneda extranjera. En este respecto, el MHCP informó que se subastará una nueva referencia de TES denominada en pesos a 10 años con vencimiento a 2031. Esta referencia reemplazaría a aquella con vencimiento en 2027.

El 1 de julio la agencia calificadora de riesgo *Fitch Ratings* recortó la calificación crediticia de Colombia de *BBB-* a *BB+*, y revisó su perspectiva a *estable* desde *negativa*. De acuerdo con la entidad, la decisión se explicó por el deterioro de las finanzas públicas con grandes déficits fiscales entre 2020 y 2022, un nivel de deuda pública en aumento, y una menor confianza en la capacidad del Gobierno para colocar de manera creíble la deuda en una trayectoria descendente en los próximos años.

En el 2T21 se presentaron vencimientos de TES por cerca de COP 3,2 b y pago de cupones de TES por COP 6,9 b. Con datos al 30 de junio, se proyectan vencimientos de TES para 2021 por COP 6,1 b, correspondientes al 1,66% del saldo en circulación. En el *Gráfico 42* se presenta la proyección de vencimientos del total de TES clase B.

Al comparar las tasas cero cupón de los TES denominados en pesos al cierre del trimestre con las del cierre

Gráfico 42: Proyección de vencimientos TES



Fuente: Depósito Central de Valores, Banrep.

del trimestre anterior, estas presentaron variaciones de 60 pb, 45 pb y 13 pb para los plazos a 2, 5 y 10 años, respectivamente⁵³ (Gráficos 43 y 44). Por su parte, las de los TES UVR presentaron variaciones de 43 pb, 47 pb y 36 pb para estos mismos plazos (Gráfico 45).

Las desvalorizaciones de la deuda pública local durante el trimestre estuvieron asociadas a la incertidumbre fiscal y política como consecuencia de: *i*) las protestas que comenzaron a finales de abril, inicialmente en rechazo a la reforma fiscal propuesta por el Gobierno; *ii*) el retiro de dicha reforma del Congreso y la posterior renuncia del ministro de hacienda y sus viceministros; *iii*) la continuación de las protestas tras el retiro de la reforma, caracterizadas en varias partes del país por bloqueos de vías y restricciones a las cadenas de suministro; y *iv*) las expectativas y posterior materialización de la pérdida del grado de inversión en moneda extranjera tras el anuncio de *S&P Global Ratings*.

Adicionalmente, las desvalorizaciones del tramo corto se explicaron por expectativas de una senda de política

⁵³Estos datos son extraídos de la curva cero cupón de los TES tasa fija calculada por el BR con metodología de Nelson y Siegel (1987).

monetaria menos expansiva como consecuencia de las mayores expectativas de inflación y la incertidumbre fiscal. Así mismo, estas expectativas de mayor inflación en el mediano plazo, soportadas por la publicación de datos inflacionarios por encima de lo esperado a lo largo del trimestre, pudieron contener parcialmente las desvalorizaciones del tramo corto de los TES UVR.

Por su parte, las menores desvalorizaciones de los títulos de largo plazo denominados en pesos pudieron explicarse por: *i*) la demanda importante por estos títulos por parte de inversionistas del exterior, lo cual se detalla más adelante; y *ii*) por el anuncio del MHCP de sustituir el ritmo de las subastas de TES de largo plazo por referencias de menor plazo.

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 17 p.b, -2 pb y -24 pb para las estimaciones a 2, 5 y 10 años, respectivamente. De esta manera, al 30 de junio el BEI se ubicó en 2,88%, 3,75% y 4,20% para los plazos de 2, 5 y 10 años, respectivamente. Lo anterior reflejó las menores desvalorizaciones de los títulos de deuda pública denominados en pesos frente a las de los TES en UVR para las estimaciones de 5 y 10 años. Por otra parte, si se comparan las tasas promedio de marzo de 2021 contra las tasas promedio de junio de 2021, se observan variaciones del BEI de 44 p.b, 28 pb y 14 pb para los plazos de 2, 5 y 10 años, en su orden.

En el 2T21 se observó una recuperación de la demanda de TES por parte de los inversionistas extranjeros en el mercado de contado, de tal manera que registraron compras netas de TES pesos por COP 3.103 mm⁵⁴ y compras netas de TES UVR por COP 1.565 mm⁵⁵. Por otra parte, en este mismo periodo estos agentes redujeron su posición compradora a través de contratos

⁵⁴En abril, mayo y junio del 2021 estos inversionistas compraron TES pesos por COP 3.806 mm, COP 3.353 mm y COP 1.944 mm, respectivamente.

⁵⁵En abril, mayo y junio del 2021 estos inversionistas compraron TES pesos por COP 265 mm, COP 751 mm y COP 549 mm, respectivamente.

Gráfico 43: Tasa cero cupón de TES en pesos y tasa de referencia del BR

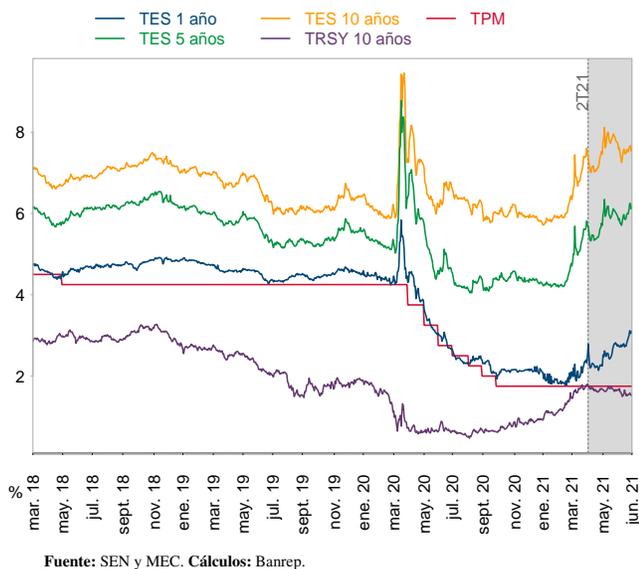
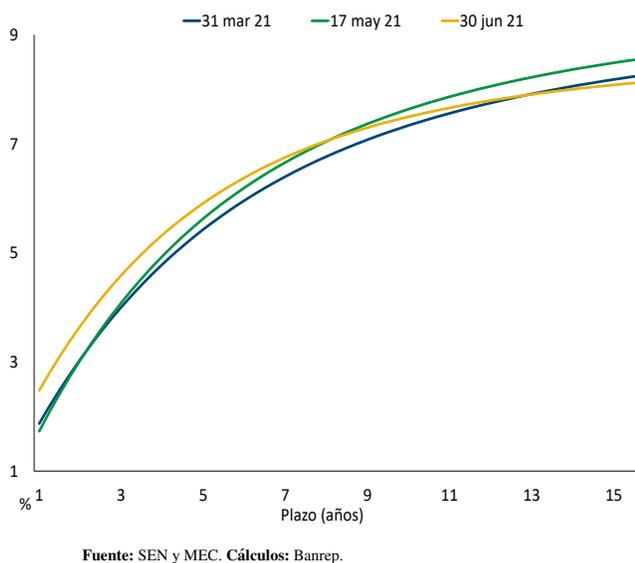


Gráfico 44: Curva spot en pesos, Colombia



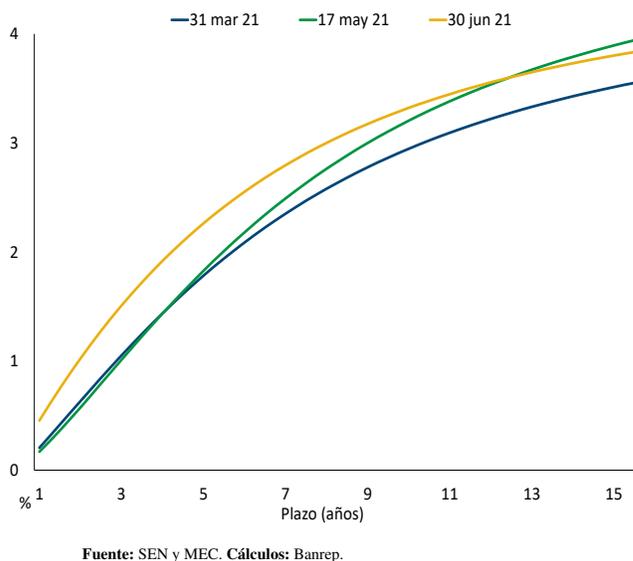
Non Delivery Forward (NDF)⁵⁶ en TES pesos en COP

⁵⁶Un 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 nego-

859 mm, mientras que la aumentaron para TES UVR en COP 1.584 mm.

En relación con los saldos en el mercado de contado, durante el 2T21 la participación de estos agentes como proporción del saldo de TES denominados en pesos en circulación pasó de 33,9% a 36,0%, mientras que su participación del saldo en TES denominados en UVR pasó de 2,1% a 3,4% (Gráficos 46 y 47). Sobre el saldo total de TES, su participación pasó de 24,0% a 25,7%.

Gráfico 45: Curva spot en UVR, Colombia

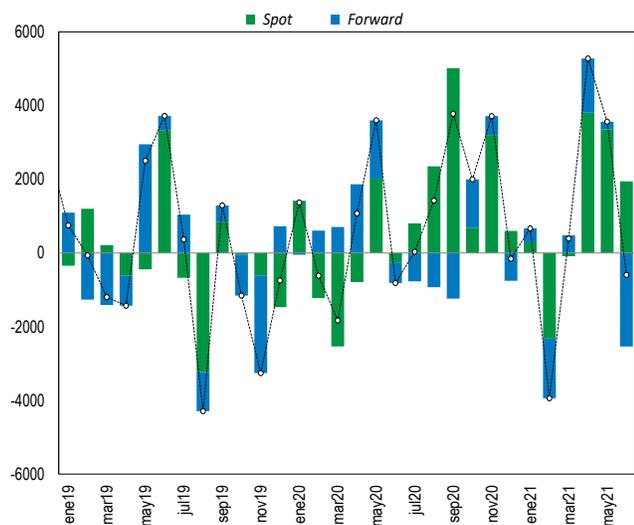


Durante el 2T21 el mercado *spot* de TES presentó un menor dinamismo en comparación con lo observado durante el 1T21. El promedio diario de negociación fue COP 2,8 b⁵⁷, inferior a lo observado en el trimestre

ciación 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.

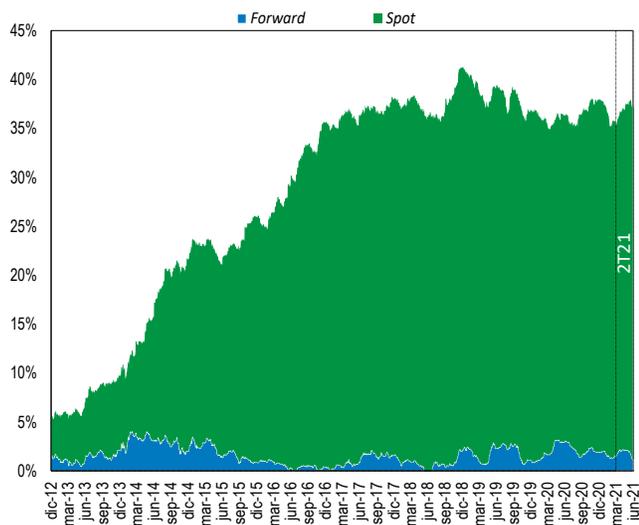
⁵⁷Teniendo en cuenta operaciones extraídas de las plataformas electrónicas de negociación SEN (Sistema Electrónico de Negociación para títulos de deuda pública, administrado por el Banco

Gráfico 46: Compras netas de TES en pesos de inversionistas extranjeros



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

Gráfico 47: Saldo de TES en pesos en manos de extranjeros como porcentaje del saldo en circulación

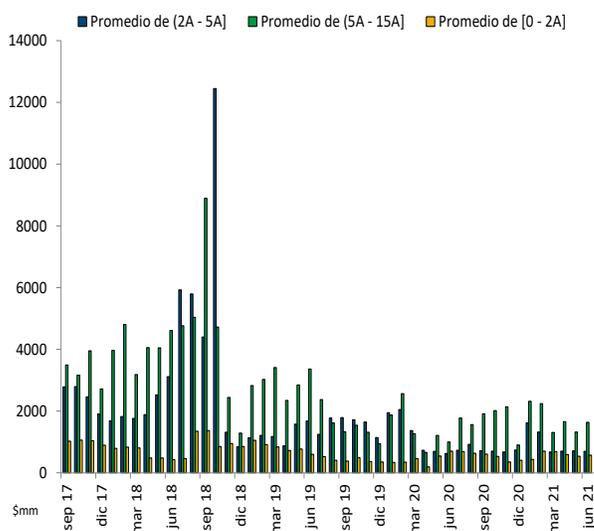


Fuente: Depósito Central de Valores. Banrep.

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

anterior (COP 3,7 b), pero superior a la cifra del mismo período del año 2020 (COP 2,1 b) (Gráficos 48 y 49). Los títulos más transados fueron aquellos que vencen en julio del 2024, cuya participación del monto total negociado pasó de 16% a 17% entre el 1T21 y el 2T21, seguidos de los que vencen en noviembre del 2027, cuya participación pasó de 11% a 12%. Cabe mencionar que, como es usual, el tramo largo de la curva fue el más negociado (Gráfico 48).

Gráfico 48: Monto promedio negociado por plazos de TES



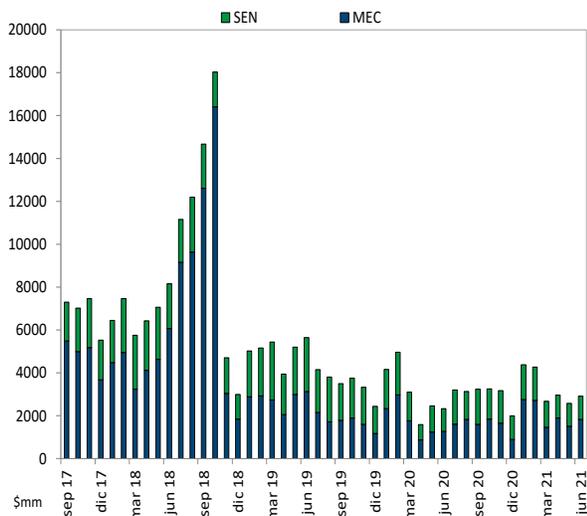
Fuente: SEN y MEC. Cálculos: Banrep. Billones de pesos.

Por su parte, el número de contratos negociados de futuros sobre títulos TES aumentó al pasar de 36.191 contratos en el 1T21 a 48.927 contratos en el 2T21 (cada uno por COP 250 m) que equivalen a COP 12.232 mm.

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

En línea con el comportamiento de los Tesoros de mediano y largo plazo, los bonos de deuda pública externa de los países de la región se valorizaron durante el 2T21. Sin embargo, estas valorizaciones estuvieron contenidas ante los episodios de incertidumbre políti-

Gráfico 49: Monto promedio diario negociado de TES por sistema



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

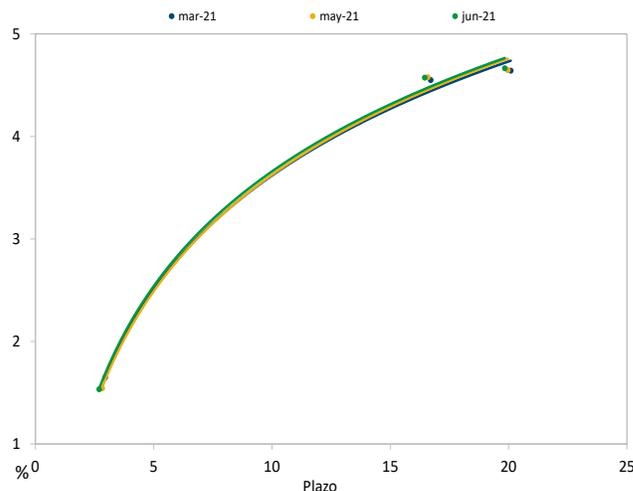
ca y fiscal que afectaron a las curvas en moneda local. En particular, en el caso de los bonos de deuda externa colombiana denominados en dólares, estas valorizaciones se vieron limitadas por la incertidumbre derivada de las expectativas y posterior materialización de la pérdida de grado de inversión que llevó a estos títulos a cerrar el trimestre en niveles muy cercanos a los del cierre del trimestre anterior (Gráficos 50, 51, 52, 53 y 54). Por su parte, la deuda externa de Colombia denominada en moneda local presentó desvalorizaciones importantes durante el periodo de análisis.

El 19 de abril el MHCP informó que Colombia había realizado la *más grande operación de financiamiento a través de bonos globales, consistente en la emisión de un nuevo bono a 11 años con vencimiento en 2032 por un monto de USD 2 mm y la emisión de una nueva referencia a 20 años con vencimiento en 2042 por un monto de USD 1 mm, con el objetivo de financiar las apropiaciones del Presupuesto General de la Nación de la vigencia 2021*. En particular, se especificó que el Bono Global 2032 se emitió a una tasa de rendimiento de 3,356%, tasa cupón de 3,250%, y a un diferencial sobre las tasas de los Tesoros de los Estados Unidos de 175 pb; al tiempo que el Bono Global 2042 se emitió a

una tasa de interés de 4,235%, tasa cupón de 4,125%, y un diferencial sobre las tasas de los Tesoros de los Estados Unidos de 205 pb, convirtiéndose en el primer bono de referencia a 20 años emitido por Colombia en dólares. La operación atrajo órdenes de compra por un total de USD 10,2 mm, 3,4 veces el monto emitido.

Se destacó que, de esta emisión de deuda externa de Colombia a 10 años, el *spread* frente a los *Treasuries* de 175 pb fue 9 pb mayor al de la emisión hecha en enero de 2021 para un plazo similar; al tiempo que el *spread* de la emisión a 20 años, de 205 pb, se ubicó 5 pb por debajo del *spread* de la emisión a 40 años que se llevó a cabo en enero de 2021.

Gráfico 50: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Colombia



Fuente: Bloomberg.

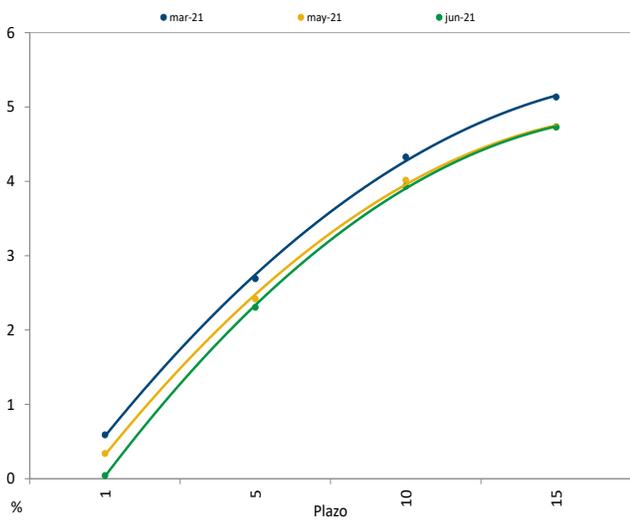
Para el caso de Colombia, en el Gráfico 55 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES denominados en pesos emitidos en el mercado local frente al de los bonos Globales denominados en dólares (colocados en los mercados internacionales), y se observa que en el 2T21 estos *spreads* presentaron variaciones de 82 pb, 42 pb y 10 pb para los títulos que vencen a 1, 5 y 10 años, respectivamente. El comportamiento del *spread* reflejó principalmente las desvalorizaciones de

Gráfico 51: Rendimientos deuda externa en USD Colombia



Fuente: Bloomberg.

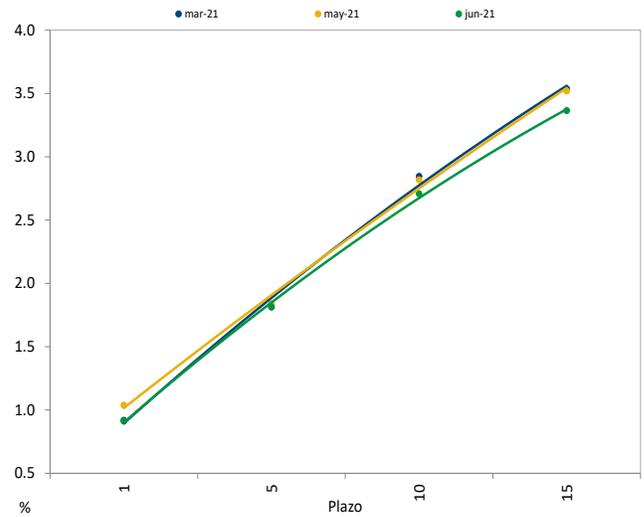
Gráfico 52: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Brasil



Fuente: Bloomberg.

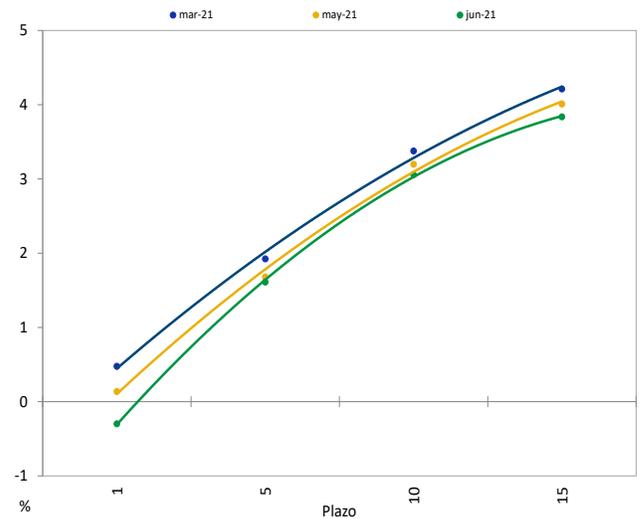
los bonos locales frente a unas ligeras valorizaciones de los bonos externos.

Gráfico 53: Curva de rendimientos deuda pública externa (USD) Perú



Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg.

Así mismo, en el Gráfico 56 se muestra la diferencia en el rendimiento de los TES locales y los TES Globales denominados en pesos colocados en los mercados

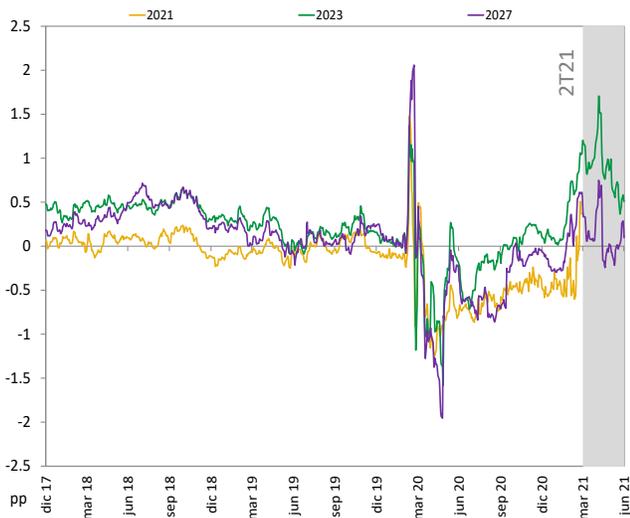
Gráfico 55: Globales USD vs TES locales



Fuente: Bloomberg y Banrep.

internacionales. A lo largo del último trimestre estos márgenes también aumentaron, registrando variaciones de -69 pb y -30 pb para los títulos que vencen en 2023 y 2027, reflejando las mayores desvalorizaciones de los bonos externos.

Gráfico 56: TES Globales vs TES locales



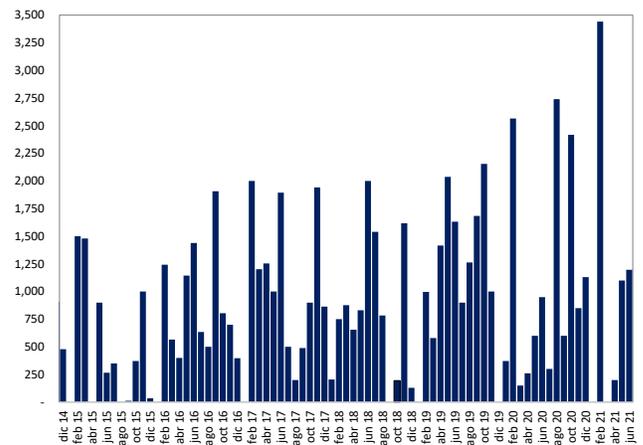
Fuente: Bloomberg y Banrep.

7 Mercado de deuda privada

En el 2T21 las colocaciones en el mercado de deuda privada se ubicaron por debajo de las presentadas el trimestre anterior con un total adjudicado de COP 2,5 b (1T21: COP 3,4 b), lo cual pudo estar influenciado por la pérdida del grado de inversión del país (Gráfico 57). La colocación más alta fue realizada por Isagen en el mes de mayo, con un total adjudicado de COP 600 mm (Cuadro 9).

Las colocaciones del trimestre fueron principalmente realizadas por empresas del sector financiero que realizó el 69,5%, seguidas por el sector no financiero (30,5%), mientras que el sector público no realizó colocaciones en el periodo, revirtiendo el comportamiento que había presentado durante los trimestres anteriores (Gráfico 58).

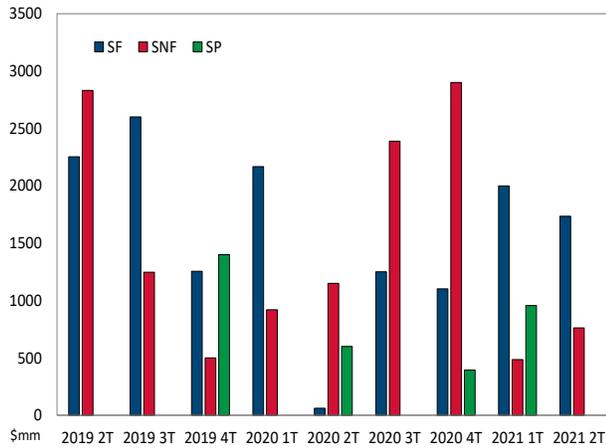
Gráfico 57: Monto total colocado en el mercado primario de deuda privada



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Por otra parte, se observó que las empresas en el trimestre estuvieron emitiendo principalmente a tasa fija (41,3%), UVR (38,8%) y en menor medida a IBR (19,9%). Dicho comportamiento es divergente al presentado en trimestres anteriores, en los cuales las colocaciones indexadas a inflación fueron las más representativas, lo cual, pudo estar soportado por el aumen-

Gráfico 58: Monto colocado por sector en el mercado primario de deuda privada



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Cuadro 9: Emisiones deuda privada 2T21

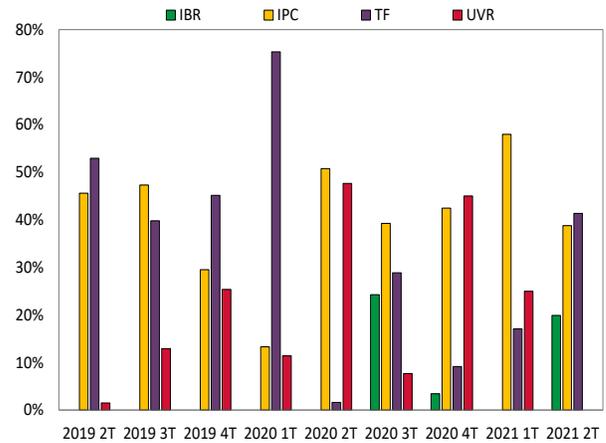
Entidad	Monto*	Plazos**	Tasas
Banco Finandina S.A.	200	[0 a 5]	IPC, TF
Bancoldex S.A.	500	[0 a 5]	IBR, TF
Isagen S.A. E.S.P.	600	(2 a 20]	IPC, TF
Titularizadora Colombiana S.A.	291	(10 a 20]	TF
Banco Serfinanza S.A.	172	(2 a 5]	IPC, TF
RCI Colombia S.A. - CF	151	[0 a 5]	IBR, TF
Itaú Corpbanca Colombia S.A.	300	(2 a 10]	IPC
Bancamía S.A.	120	[0 a 2]	IPC
Corporación Interamericana Para el Financiamiento de Infraestructura S.A.	84	(2 a 10]	TF
Ultracem S.A.S	78	(2 a 5]	TF

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia, *COP mm, **años

to de las expectativas de inflación (Gráfico 59).

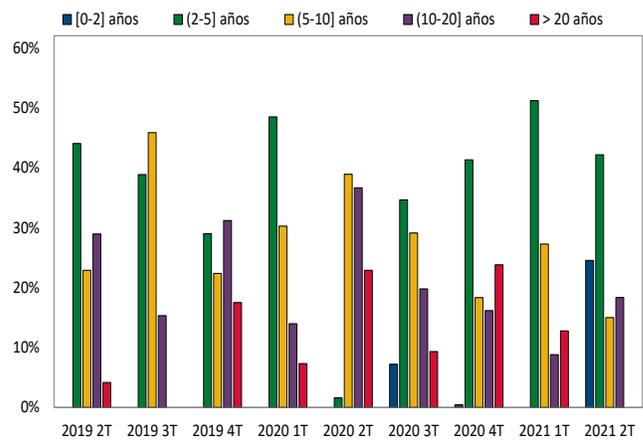
Las colocaciones se realizaron principalmente a un plazo de 2 a 5 años (42,2%), seguidas por el plazo de 0 a 2 años (24,5%), 10 a 20 años (18,3%) y el de 5 a 10 años (15%) (Gráfico 60). La preferencia por colocaciones a plazos iguales o inferiores a 5 años pudo estar explicada por el incremento que han tenido las tasas de largo plazo debido a la mayor prima de riesgo país, ante la pérdida de grado de inversión, lo cual hace que resulten menos atractivas para los emisores. Adicionalmente, cabe destacar que las emisio-

Gráfico 59: Colocaciones por tasa de interés



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 60: Participación de las emisiones por plazo de colocación



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

nes realizadas a tasa fija se concentraron en el plazo de 5 años (30,6%), las indexadas a IPC a 3 años (35,4%), mientras que las colocaciones a IBR se realizaron en su totalidad a 2 y 3 años.

Finalmente, la relación entre el monto demandado y el monto colocado (*bid to cover*) permaneció igual al del trimestre anterior y se ubicó en 1,5. La demanda total por colocaciones fue de COP 3,8 b. En adición a lo anterior, la emisión más demandada fue la de Bancoldex (COP 1,3 b), con un (*bid to cover*) de 2,5. Dicha emisión se llevó a cabo el 27 de mayo, luego de que fuera suspendida el 20 de mayo, tras al anuncio de S&P sobre la calificación crediticia del país.

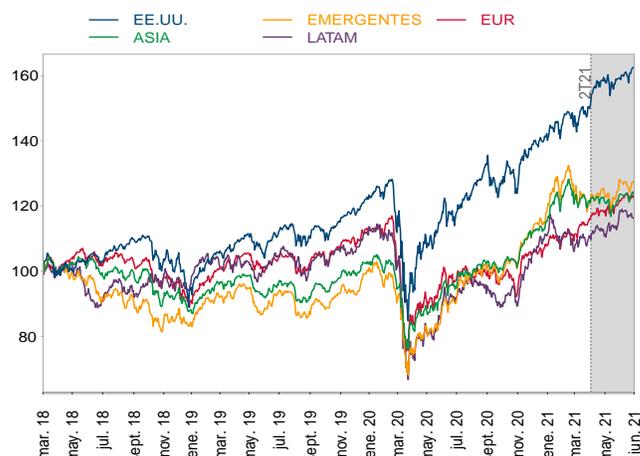
8 Mercado accionario

En el 2T21 los mercados accionarios a nivel global presentaron valorizaciones, continuando con el impulso observado en los trimestres anteriores. A nivel regional, el mercado bursátil estadounidense presentó el mejor comportamiento con una valorización de 8,2%, seguido por el mercado europeo (5,4%), el latinoamericano (5%) y el asiático (2,2%)⁵⁸ (Gráfico 61).

En cuanto al mercado estadounidense, los principales índices accionarios presentaron valorizaciones durante el trimestre y en varias ocasiones alcanzaron nuevos máximos históricos, obteniendo los niveles más altos

⁵⁸Al 30 de junio 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, Pakistán, Filipinas, Taiwán y Tailandia). En el caso de los Estados Unidos se utilizó la variación del índice *S&P 500*, los índices *Dow Jones* y *Nasdaq Composite* registraron valorizaciones de 4,6% y 9,5% respectivamente. Para Europa se utilizó el *Stoxx 600* y para América Latina el *MSCI Emerging Markets Latin America Local Index* (al 31 de marzo de 2021, en este índice se ponderaban los activos de renta variable cotizados en los mercados bursátiles de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).

Gráfico 61: Evolución de los índices accionarios a nivel mundial



Fuente: Bloomberg. Base 100: 30 de marzo de 2018

en mayo y junio⁵⁹. Las valorizaciones estuvieron soportadas por un entorno internacional favorable debido al optimismo sobre la recuperación económica y las expectativas de una política monetaria expansiva por un período más prolongado. A nivel local, el mercado estuvo impulsado por la valorización de acciones del sector tecnológico y la publicación de resultados corporativos positivos, dentro de los cuales se destacan los de empresas como: Walmart, Home Depot, Netflix y Apple⁶⁰ y los de grandes bancos como: JP Morgan Chase, Wells Fargo, Goldman Sachs y Bank of America⁶¹. Los resultados de los bancos estuvieron

⁵⁹El índice *Dow Jones* alcanzó un máximo histórico de 34.777,76 el 7 de mayo. Por su parte los índices *Nasdaq Composite* y *S&P 500* alcanzaron máximos de 14.528,33 y 4.297,5 los días 29 y 30 de junio, respectivamente.

⁶⁰Para el 1T21: *i*) Walmart anunció utilidades por acción (UPA) de USD 1,69, por encima de lo esperado por los analistas (USD 1,21), *ii*) Home Depot reportó UPA de USD 3,86, por encima de lo esperado (USD 3,08), *iii*) Netflix reportó UPA de USD 3,75, por encima de lo esperado (USD 2,97) y *iv*) Apple anunció UPA de USD 1,4, superior al esperado (USD 0,99).

⁶¹Para el 1T21: *i*) JP Morgan Chase anunció utilidades por acción (UPA) de USD 4,59, por encima de lo esperado por los analistas (USD 3,10), *ii*) Wells Fargo reportó UPA de USD 1,05, por encima de lo esperado (USD 0,70), *iii*) Goldman Sachs reportó UPA de USD 18,60, por encima de lo esperado (USD 10,22) y *iv*) Bank of America anunció UPA de USD 0,86, superior al esperado (USD 0,66).

impulsados por menores provisiones por impagos de préstamos y posteriormente, en junio anunciaron un incremento del pago de dividendos.

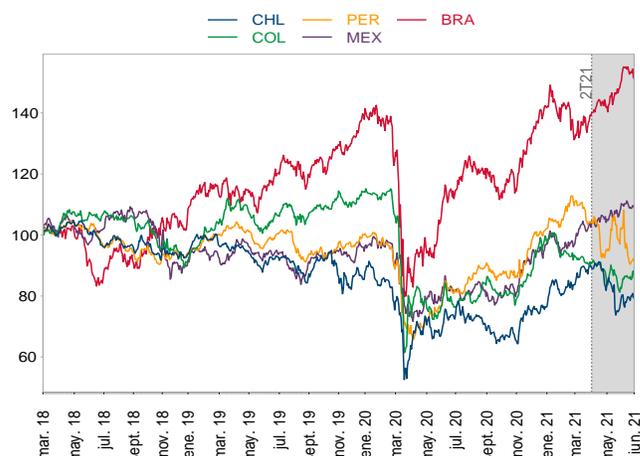
Sin embargo, las valorizaciones se vieron parcialmente contenidas por preocupaciones respecto al aumento de casos de COVID-19, preocupaciones inflacionarias y de sobrecalentamiento de la economía y toma de ganancias por parte de inversionistas, dados los altos niveles de las acciones y luego de que se publicaran reportes de que el presidente Biden planea aumentar la tasa del impuesto sobre ganancias de capital para inversionistas con ingresos anuales superiores a USD USD 1 m hasta el 43,4%, casi el doble de la tasa actual.

De manera similar, el mercado bursátil europeo presentó valorizaciones en el trimestre y alcanzó nuevos máximos históricos en repetidas ocasiones, llegando a su punto máximo el 16 de junio⁶². Las valorizaciones estuvieron impulsadas, adicional a los factores internacionales que movieron el mercado estadounidense, por el buen comportamiento de los sectores de consumo, *retail* y servicios de la salud, además del optimismo en torno a la flexibilización de las restricciones económicas y la publicación de resultados corporativos positivos. Sin embargo, las ganancias se vieron contenidas por los factores internacionales mencionados, además de, la caída de las acciones de UBS luego de que revelara un impacto de USD 774 m por el tema de Archegos y la caída de la acción de CureVac luego de que se diera a conocer que la empresa alemana incumplió con los objetivos planteados de su vacuna, ofreciendo apenas una eficacia del 47%.

Por otra parte, los mercados bursátiles de Latinoamérica presentaron un comportamiento mixto. Los mercados de Brasil y México presentaron valorizaciones de 8,7% y 6,4%, respectivamente, mientras que los mercados de Colombia, Chile y Perú cayeron en el periodo 5,2%, 11,6% y 11,8%, respectivamente, afectados principalmente por factores idiosincráticos (Gráfico 62).

⁶²El 16 de junio, el índice *Stoxx 600* alcanzó un máximo de 459,86 puntos.

Gráfico 62: Evolución de los índices accionarios de la región



Fuente: Bloomberg. Base 100: 30 de marzo de 2018

El comportamiento positivo del índice *Ibovespa* de Brasil estuvo explicado por el aumento de las acciones de los sectores financiero, consumo discrecional y materiales, los cuales tienen una participación cercana al 55% dentro del índice. Adicionalmente el sector materiales presentó el mejor comportamiento promedio en la región (Cuadro 10).

Por su parte, las valorizaciones del índice *S&P BMV IPC* de México estuvieron explicadas por el buen desempeño de las acciones de los sectores de telecomunicaciones, consumo básico y financiero. Adicionalmente, los sectores mencionados ponderan aproximadamente un 60% dentro del índice (Cuadro 10).

En contraste el comportamiento negativo de los índices *IPSA* de Chile y *S&P BVI* de Perú estuvo influenciado principalmente por la incertidumbre política en ambos países. Adicionalmente, por la caída de las acciones pertenecientes al sector financiero en ambas jurisdicciones, al sector de materiales en Perú y al sector de servicios públicos en Chile. Lo anterior pese al aumento del precio del cobre en el trimestre (Cuadro 10).

Finalmente, el índice *MSCI Colcap* se vio afectado durante abril y mayo por la incertidumbre respecto a la situación fiscal de país, la continuidad del paro na-

cional, el aumento de casos de Covid-19 y la rebaja de calificación del país por parte de S&P. Sin embargo, en junio parte de este comportamiento se revirtió en un entorno de mayores precios del petróleo y la valorización de la acción de Ecopetrol a finales del periodo, luego de que se diera a conocer que la empresa no necesitaría una emisión de acciones para financiar la compra de ISA. Lo anterior se vio reflejado en un buen comportamiento del sector energía, y caídas importantes de los sectores financiero, servicios públicos y materiales (Cuadro 10)

En línea con lo anterior en el 2T21 las acciones que tuvieron el peor desempeño fueron PF-Grupo Argos (-15,6%), Grupo Argos (-15,1%) y Grupo Sura (-14,8%), mientras que las de mejor desempeño fueron Ecopetrol (15,1%), Grupo Bolívar (7,7%) y Cementos Argos (3,9%). Por otra parte, el monto promedio diario negociado en el trimestre fue inferior al observado el 1T21 (2T21: COP 83,5 mm vs 1T21: COP 105,6 mm).

Adicionalmente, el 28 de mayo se realizó la transición al nuevo índice *MSCI Colcap*, en remplazo del índice *Colcap*. El nuevo índice esta compuesto por 25 acciones, de 20 empresas diferentes, las especies más destacadas son Preferencial Bancolombia, Ecopetrol, ISA y Bancolombia. Adicionalmente se destaca que salió del índice Grupo Éxito e ingresó la acción de Grupo Bolívar.

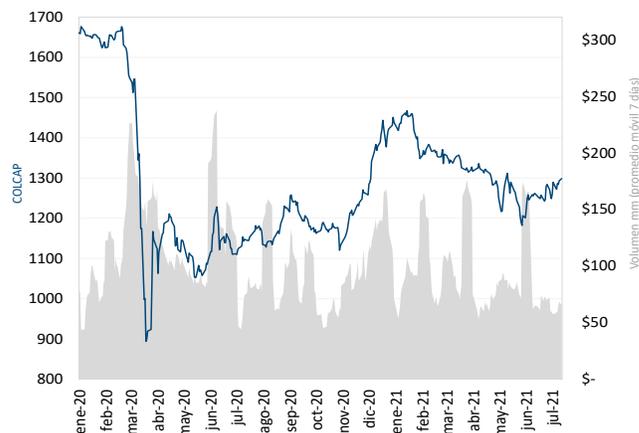
Cuadro 10: Comportamiento promedio de los índices accionarios por sector (2T21)

	Brasil	México	Chile	Perú	Colombia
Telecomunicaciones	-7.0	11.8	-10.7		-5.5
Consumo discrecional	18.3	20.5	-13.7		-7.1
Consumo básico	5.7	5.6	-4.1	-21.6	-5.6
Energía	9.2		-18.7	24.0	5.9
Financiero	7.4	10.9	-24.5	-15.0	-7.2
Salud	2.1	-0.2			
Industrial	7.3	7.0	63.4	-26.2	
Tecnología de la información	15.5		-9.9		
Materiales	9.5	3.5	-8.8	-14.8	-8.8
Industria inmobiliaria	2.2	-9.4	-23.4		
Servicios públicos	-0.3		-24.9	-25.4	-6.1

Fuente: Bloomberg.

Los sectores corresponden a la clasificación 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 63: COLCAP y volumen transado diario



Fuente: Bloomberg.

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, presentando un volumen de ventas similar al del 1T21 (2T21: COP 628,6 mm, 1T21: COP 619,4 mm). En contraste, los fondos de pensiones se ubicaron como los mayores compradores netos, contrarrestando las ventas de los extranjeros (COP 529,2 m) (Gráfico 64).

La volatilidad condicional de los índices bursátiles de Brasil y México⁶³ se ubicó en promedio por debajo del dato observado el trimestre anterior, mientras que se ubicó por encima para los mercados de Colombia, Chile y Perú. En el trimestre, la cifra promedio más alta fue la de Perú (*S&P/BVL*: 2,1%), Chile seguido por (*S&P/CLX IPSA*: 1,7%), Brasil (*IBOVESPA*: 1,2%), Colombia (*COLCAP*: 1,2%) y México (*S&P/BMV IPC*: 1%) (Gráfico 65).

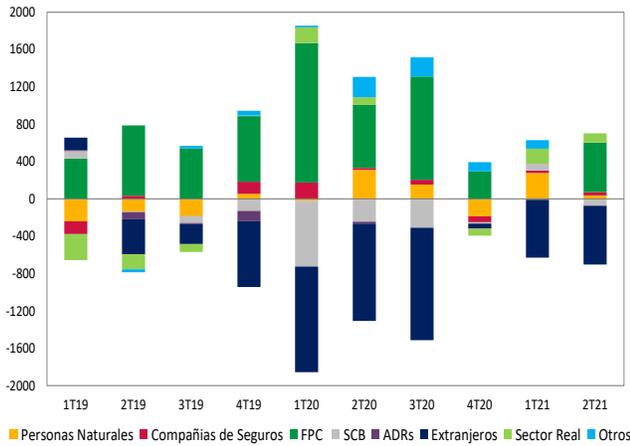
Por otra parte, si se comparan los tamaños de las bolsas de la región mediante la capitalización bursátil⁶⁴ como porcentaje del PIB⁶⁵ se observa que, en línea

⁶³ Medida a través de modelos *GARCH(1,1)*.

⁶⁴ Ajustada por flotante disponible.

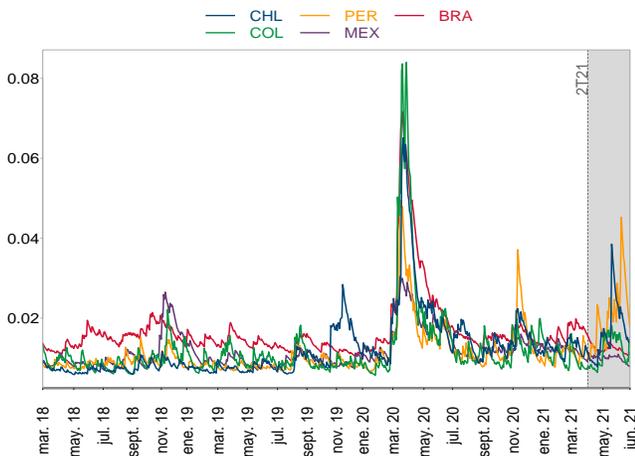
⁶⁵ Estimado y/o calculado a partir de los datos del *World Economic Outlook* de Abril de 2021 para el año 2020 y que publica el Fondo

Gráfico 64: Compras netas en el mercado de renta variable local por tipo de agente



Fuente: BVC. Cifras en COP mm.

Gráfico 65: Volatilidad condicional índices accionarios

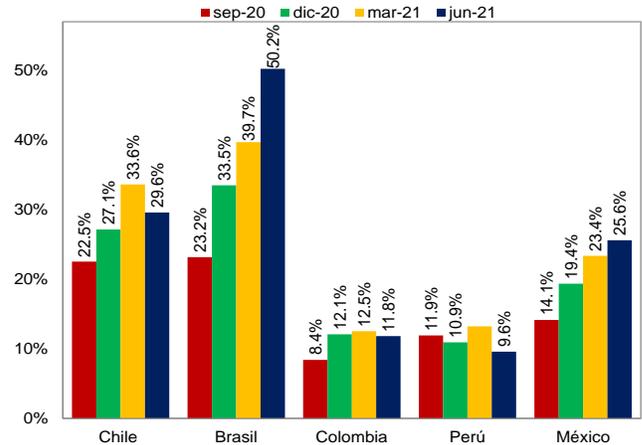


Fuente: Bloomberg. Cálculos: Banrep.

con el comportamiento de los mercados descrito anteriormente, el indicador aumentó en el trimestre para México, mientras que disminuyó para Perú, Chile y Colombia. En junio el dato más alto fue el de Brasil (50,2%), seguido por Chile (29,6%), México (25,6%), Colombia (11,8%) y Perú (9,6%) (Gráfico 66).

Monetario Internacional.

Gráfico 66: 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.

Finalmente, en el mercado de futuros, en cuanto a los que tienen como subyacente el COLCAP, se negociaron 20.946 contratos de Mini Futuro COLCAP⁶⁶ durante el 2T21 (en el 1T21 se habían negociado 21.734 contratos).

⁶⁶El valor de cada contrato es igual a COP 2.500 multiplicado por el valor del COLCAP.

9 Recuadro 1: *Momentum* en mercados accionarios emergentes: ¿ha sido Colombia ganadora o perdedora y cuáles variables explican su desempeño?

Juan S. Lemus E.
Laura V. León D.⁶⁷

Para una canasta de activos de renta variable, y un horizonte de tiempo dado, la estrategia de inversión denominada *momentum* requiere, en primer lugar, distinguir las acciones en tres grupos, a saber: las de mejor desempeño, o ganadoras, las de retorno más bajo, o perdedoras, y el resto. Luego, su implementación consiste en comprar las acciones ganadoras, y, en simultánea, vender en corto las especies perdedoras. El objetivo de esta compra/venta de acciones, para períodos de tiempo suficientemente largos, es de generar ganancias continuamente⁶⁸. Mediante los retornos históricos de los índices accionarios de las economías que se definen como emergentes, se calculó la estrategia de *momentum*⁶⁹. Grosso modo, a partir de sus resultados, la idea, en este recuadro, es entender, estudiar y explicar el desempeño relativo del mercado accionario colombiano frente a los de los demás emergentes, para así dilucidar sus fortalezas y debilidades.

Para propósitos del presente recuadro, el cálculo de la estrategia de *momentum* aquí planteada supone que un inversionista cuenta con un acervo de dólares de los Estados Unidos para comprar y vender acciones de países emergentes, sin costos de transacción, impuestos, restricciones de liquidez o de acceso a los mercados. Adicionalmente, el cálculo de la estrategia de inversión se realiza tanto en la situación en la que la inversión es descubierta como aquella donde es cubierta, en lo que se refiere a riesgo cambiario. Ambos resultados se analizan por separado y se comparan. De otro lado, tanto en el caso cubierto como en el descubierta, se identificará cuándo Colombia fue ganador o perdedor y qué condiciones pudieron haber propiciado dicha clasificación, mediante el análisis de un conjunto de variables macro y de mercado. En dichos momentos, asimismo, se estudiará la composición de las canastas de ganadores o perdedores, la persistencia de estas en el tiempo y se identificará y caracterizará aquellas jurisdicciones que han tenido, en simultánea, la misma condición de ganador o perdedor cuando Colombia la ha tenido también. Todo lo anterior, como se mencionó, en pro de una mayor comprensión del desempeño relativo histórico del mercado de acciones local frente a los demás emergentes. Finalmente, se concluye.

9.1 Estrategia de inversión de *momentum*: definición y pautas para su construcción

La estrategia de *momentum* se basa en la premisa de que, en un instante t , si en el futuro continuara la tendencia reciente de los precios de las acciones (P_t), entonces serán rentables las estrategias de inversión que seleccionen aquellas especies con desempeño histórico favorable. Es decir, en primer lugar, la idea es comprar las acciones con el mejor desempeño (es decir, las ganadoras) y, al tiempo, vender en corto aquellas con rendimiento pobre (es decir, las perdedoras); bajo el supuesto de que, al mantener la inversión en un horizonte de tiempo futuro, las primeras

⁶⁷Los autores son funcionarios de la Subgerencia Monetaria y de Inversiones Internacionales del Banco de la República. Lo aquí escrito no compromete al Banco de la República ni a sus autoridades. Cualquier error u omisión es responsabilidad exclusiva de los autores.

⁶⁸Véase Jegadeesh y Titman (1993 y versiones posteriores) para mayores detalles.

⁶⁹Al cierre de junio de 2021, Morgan Stanley, en su *MSCI Emerging Markets Index* clasifica a las siguientes jurisdicciones como emergentes: Argentina, Brasil, Chile, China, Colombia, República Checa, Egipto, Grecia, Hungría, India Indonesia, Corea del Sur, Kuwait, Malasia, México, Pakistán, Perú, Filipinas, Polonia, Catar, Rusia, Arabia Saudita, Sudáfrica, Taiwán, Tailandia, Turquía y Emiratos Árabes Unidos.

se valorizarán, mientras que las segundas perderán valor. De manera que, al momento de liquidar la inversión, se obtengan ganancias al vender las especies ganadoras y al re-comprar las perdedoras. Intuitivamente, la idea es minimizar la exposición al mercado, pues se busca encontrar oportunidades de ganancias al comprar especies sub-valoradas y vender aquellas sobrevaloradas.

La literatura sugiere implementar el *momentum* haciendo uso de los retornos calculados a partir de los precios de activos financieros mensuales y evaluar el desempeño a partir de los retornos acumulados, por lo general, calculados en los tres, seis o doce meses más recientes. Matemáticamente, y tomando como ejemplo que se acumulen los retornos mensuales en los últimos doce meses, se debe seguir los siguientes pasos en la implementación de la estrategia:

En cada mes t :

1. Sea A el conjunto de n activos financieros, es decir, $A = \{a_1, a_2, \dots, a_n\}$. Para cada activo financiero a_i , donde $i \in \{1, 2, \dots, n\}$, construir la serie de retornos mensuales $r_{i,t}$, a partir de los precios del activo $P_{i,t}$, donde $\left(r_{i,t} = \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-30}} - 1\right)$.
2. Por activo financiero i , calcular el retorno acumulado en los últimos doce meses ($R_{i,(t,t-12)}$), donde la información que se utiliza en el cálculo es aquella para el lapso que transcurre desde el mes $t - 2$ hasta mes el $t - 12$, es decir⁷⁰, $R_{i,(t,t-12)} = (1 + r_{i,t-2}) \times (1 + r_{i,t-3}) \times (1 + r_{i,t-4}) \times \dots \times (1 + r_{i,t-12})$.
3. Construir el vector de retornos acumulados en el último año para los n índices ($\mathbf{R}_{(t,t-12)}$), donde, $\mathbf{R}_{(t,t-12)} = \langle R_{1,(t,t-12)}, R_{2,(t,t-12)}, R_{3,(t,t-12)}, \dots, R_{n,(t,t-12)} \rangle$.
4. Jerarquizar de mayor a menor los elementos de dicho vector.
5. De acuerdo con la jerarquización, determinar los subconjuntos de los m ganadores (G), de los k perdedores (P) y de los l activos que no tendrán ninguna de estas dos condiciones (E); donde, $G = \{g_1, g_2, \dots, g_m\}$, $P = \{p_1, p_2, \dots, p_k\}$ y $E = \{e_1, e_2, \dots, e_l\}$ y $G \cup P \cup E = A$.
6. Imponer como restricciones que: una combinación de ganadores y perdedores será factible siempre y cuando se cumpla que $m + k + l = n$. Tener en cuenta que el número de ganadores puede o no ser igual al de los perdedores, es decir, $(m \neq k) \wedge (m = k)$.
7. Construir un portafolio “largo/corto”: es decir, comprar los m ganadores y, al mismo tiempo, vender en corto los k perdedores. El retorno de esta estrategia de compra/venta o “*long-short*” se denominará retorno de *momentum* (r_t^{Mom}). Dado que la literatura sugiere equiponderar los retornos de los constituyentes, entonces, $r_t^{Mom} = \frac{1}{m} \times (r_{g_1,t} + r_{g_2,t} + \dots + r_{g_m,t}) - \frac{1}{k} \times (r_{p_1,t} + r_{p_2,t} + \dots + r_{p_k,t})$.
8. Mantener este portafolio por un mes. Luego, en el período $t + 1$, rebalancear el portafolio, es decir, realizar los pasos 2 a 7, nuevamente, y así sucesivamente, y terminar en el período en el que se tenga la última información disponible, es decir, en T .

⁷⁰En el artículo que formuló la estrategia del *momentum*, se establece que el período $t - 1$ se excluye del cálculo del retorno acumulado, toda vez que, empíricamente, se ha demostrado que los retornos de los precios de las acciones, por lo general, exhiben reversión de la tendencia en el corto plazo, siendo esto inconveniente, pues contaminaría el retorno de *momentum*

Como se mencionó, la literatura consultada para la elaboración de este recuadro sugiere calcular el retorno acumulado de los activos en períodos superpuestos de tres, seis o doce meses, más no establece cuál es el ideal. Además, tampoco se definen reglas que determinen el tamaño de las canastas de ganadores y perdedores. Por tanto, y para propósitos de este recuadro, se considera necesario encontrar la estrategia de inversión óptima en las dos dimensiones mencionadas (horizonte de tiempo para el cálculo del retorno acumulado y el número de ganadores y perdedores) para veintisiete índices accionarios de países emergentes, desde el año 2000. De esta forma, el algoritmo mencionado se complementa con los siguientes pasos:

9. Calcular el retorno de *momentum*, haciendo uso de retornos históricos mensuales y para períodos superpuestos de tres, seis y doce meses. En cada uno de los tres casos, el computo se realiza también para todas las combinaciones posibles de m ganadores, k perdedores, y l índices restantes.
10. En T , haciendo uso de los datos históricos, definir el período óptimo para calcular el retorno acumulado, así como la canasta óptima de ganadores y perdedores, mediante la razón de Sharpe⁷¹ siguiendo los pasos que se listan a continuación:
 - a) Para cada uno de los horizontes de tiempo de tres, seis y doce meses, implementar los pasos 2 a 9 para toda combinación factible de ganadores y perdedores y construir las matrices del promedio y desviación estándar de la serie histórica de los retornos de *momentum* (**C** y **S**):

$$\mathbf{C} = \begin{bmatrix} \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T r_{t|(g_1,p_1)}^{Mom} & \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T r_{t|(g_1,p_2)}^{Mom} & \cdots & \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T r_{t|(g_1,p_k)}^{Mom} \\ \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T r_{t|(g_2,p_1)}^{Mom} & \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T r_{t|(g_2,p_2)}^{Mom} & \cdots & \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T r_{t|(g_2,p_k)}^{Mom} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T r_{t|(g_m,p_1)}^{Mom} & \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T r_{t|(g_m,p_2)}^{Mom} & \cdots & \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T r_{t|(g_m,p_k)}^{Mom} \end{bmatrix}$$

$$\mathbf{S} = \begin{bmatrix} \sigma_{r_{t|(g_1,p_1)}^{Mom}} & \sigma_{r_{t|(g_1,p_2)}^{Mom}} & \cdots & \sigma_{r_{t|(g_1,p_k)}^{Mom}} \\ \sigma_{r_{t|(g_2,p_1)}^{Mom}} & \sigma_{r_{t|(g_2,p_2)}^{Mom}} & \cdots & \sigma_{r_{t|(g_2,p_k)}^{Mom}} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ \sigma_{r_{t|(g_m,p_1)}^{Mom}} & \sigma_{r_{t|(g_m,p_2)}^{Mom}} & \cdots & \sigma_{r_{t|(g_m,p_k)}^{Mom}} \end{bmatrix}$$

- b) Con estos insumos, para cada combinación factible calcular la razón de Sharpe y decretar como óptima aquella canasta que tenga la razón más alta.

9.2 Estrategias de *momentum* cubierta y descubierta: consideraciones y cálculo.

El inversionista al que se refiere la introducción del presente recuadro puede construir una estrategia de inversión de *momentum* con o sin cobertura al riesgo cambiario, al momento de invertir sus recursos en los mercados accionarios de países emergentes. En el caso descubierta, al tener una riqueza en dólares, la compra de un índice bursátil de una nación emergente, denominado en una moneda diferente, para venderlo en una fecha posterior, y convertir el

⁷¹En la administración de portafolios, la razón de Sharpe, para un horizonte de tiempo dado, se define como la razón entre el promedio y la desviación estándar de la serie histórica de los retornos, permitiendo comparar el desempeño entre diferentes inversiones, en términos del retorno, pero ajustado por riesgo.

importe de la venta a dólares, le representa al inversionista un retorno realizado que se compone de: la valorización o desvalorización del índice y el impacto del movimiento del tipo de cambio nominal. En el caso cubierto, el inversionista podrá estar interesado en mitigar el riesgo cambiario mediante un derivado. De esta forma, al momento de liquidar la inversión, el retorno realizado será igual al retorno de la estrategia descubierta, incorporando, a su vez, el retorno del derivado cambiario⁷². Como se mencionó, en este recuadro se presentarán los resultados del cálculo de la estrategia de *momentum* en índices accionarios emergentes, tanto para el caso cubierto como el descubierta.

9.3 Estrategias de *momentum* cubierta y descubierta: resultados para los países emergentes y situación de Colombia frente al resto de jurisdicciones analizadas

Como se planteó, el propósito es construir y analizar la estrategia de inversión de *momentum* para los índices accionarios de países emergentes, en lo corrido del presente milenio. Dicho esto, la situación de los mercados financieros no necesariamente es comparable en períodos largos de tiempo. Es decir, como ejemplo, la infraestructura y desarrollo de los mercados financieros en el año 2000 es diferente a lo que se puede apreciar en el 2021. Asimismo, la situación macro de los países, así como de otra índole, ha cambiado de manera importante en el lapso mencionado. Por tanto, calcular el *momentum* en una ventana de tiempo muy larga no resultaría ser ideal o conveniente. De esta manera, se decide partir la ventana de tiempo en cuatro subperíodos: i) de 2000 a 2005, ii) de 2006 a 2010, iii) de 2011 a 2015 y iv) de 2016 a 2021, en cada caso calcular el *momentum*, de acuerdo con el proceso de optimización mencionado y por subperíodo realizar los análisis y cálculos que se presentan y describen a continuación.

En ambas estrategias, el resultado del algoritmo de optimización descrito en la sección anterior arrojó como resultado que doce meses es la ventana de tiempo óptima para el cálculo del retorno acumulado⁷³. Adicionalmente, en el Cuadro 11 se presentan los tamaños de las canastas óptimas tras correr el algoritmo en las estrategias cubierta y descubierta en cada uno de los subperíodos de cinco años mencionados. En general, se aprecia que, a lo largo del tiempo, las canastas tienden a tener más perdedores que ganadores.

Cuadro 11: Canastas de ganadores y perdedores seleccionadas por estrategia

Periodo	Estrategia descubierta		Estrategia cubierta	
	Ganadores	Perdedores	Ganadores	Perdedores
2000-2005	2	8	2	3
2006-2010	2	12	2	3
2011-2015	9	14	13	3
2016-2021	2	23	2	3

Nota: Las razones de Sharpe de las canastas óptimas, por subperíodo para la estrategia descubierta, son, en su orden: 0,39; -0,0014; 0,18 y 0,07. En el caso de la canasta cubierta, las cifras son: 0,30; 0,06; 0,29; 0,40.

Fuente: Bloomberg; cálculos y diseño de los autores.

⁷²Para la estrategia cubierta se utilizó la información de precios *forward* pactados a un mes, provenientes de Bloomberg.

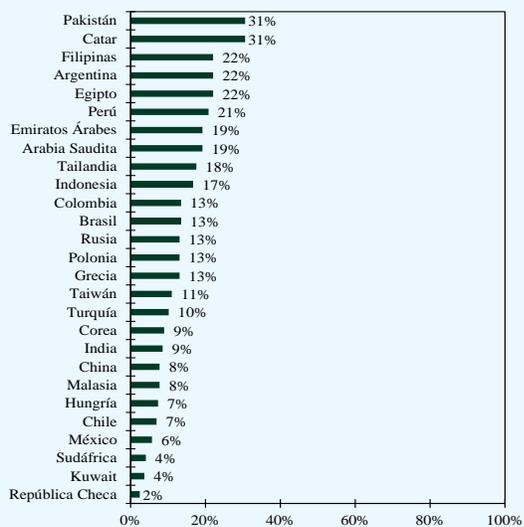
⁷³La razón de Sharpe para el periodo de doce meses en la estrategia descubierta fue de 0,14, mientras que en la estrategia cubierta fue de 0,41.

9.3.1. Estrategia de *momentum* descubierta

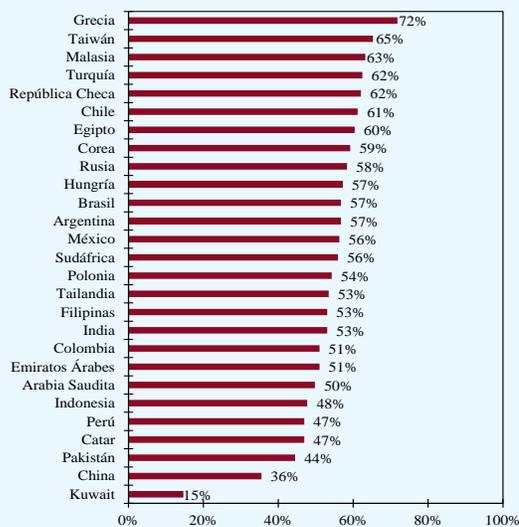
En lo corrido del milenio y, dados los resultados anteriores, en el caso de la estrategia de inversión descubierta, Catar y Pakistán fueron los que más se ubicaron dentro del conjunto de ganadores (31%). Por otra parte, al mirar la distribución de los países ganadores, el resto tuvo esta condición, en promedio, el 13% de las veces (Gráfico 67a). Lo contrario ocurre cuando se cuentan los meses en los que los países emergentes fueron perdedores, encontrándose que, en promedio, una jurisdicción fue perdedora el 56% de las veces. Puntualmente, el mercado accionario que más se ubicó dentro de los perdedores fue el griego (72%), mientras que el de Kuwait fue el que menos veces se clasificó dentro de este grupo (Gráfico 67b). Por otra parte, el COLCAP fue ganador el 14% de los meses analizados, mientras que se ubicó en la canasta de perdedores el 51% de las veces, quedando en el lugar 20 de 27 emergentes dentro de este grupo.

Gráfico 67: Resumen países ganadores y perdedores en la estrategia descubierta

(a) Porcentaje de veces en que cada país fue ganador en la estrategia descubierta de *momentum* con canastas dinámicas entre 2000 y 2021



(b) Porcentaje de veces en que cada país fue perdedor en la estrategia descubierta de *momentum* con canastas dinámicas entre 2000 y 2021



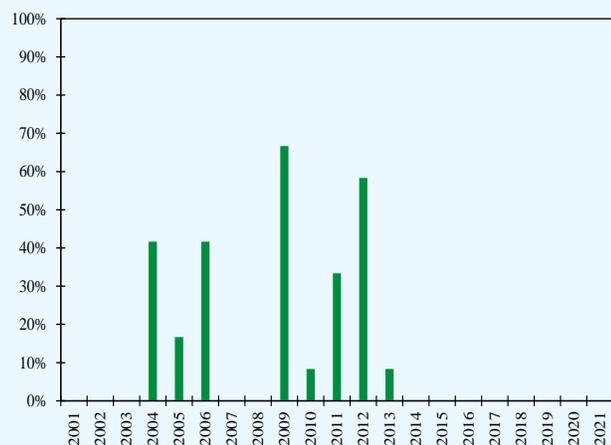
Fuente: Bloomberg; cálculos y diseño de los autores.

Para el caso colombiano, el COLCAP fue ganador entre 2004 y 2006 y entre 2009 y 2013 (Gráfico 68a). En dichos períodos, los índices de Tailandia, Filipinas y Perú fueron los que más veces estuvieron en la condición de ganador, cuando el COLCAP también lo fue. Mientras que, cuando los Emiratos Árabes Unidos, Sudáfrica, Polonia, India y Grecia se identificaron como ganadores, Colombia rara vez lo fue (Gráfico 68b). Cuando se analiza los países que fueron ganadores al mismo tiempo que Colombia, por subperíodo, se encuentra que la muestra es heterogénea en el tiempo. Mientras que entre 2000 y 2005, Egipto y Turquía fueron los que acompañaron a Colombia como ganador, en el quinquenio siguiente la muestra es más amplia, aunque es menor la frecuencia de las veces en que los emergentes acompañaron a Colombia como ganador. Por su parte, entre 2011 y 2015, la muestra de ganadores aumentó, y Tailandia y Filipinas fueron ganadores en todos los instantes que Colombia se identificó como tal. Estos resultados dan indicios de que hay condiciones de mercado y macro que, al ser cambiantes en el tiempo, propician que las canastas de ganadores y perdedores sean, a su vez, dinámicas, lo cual se explorará más adelante (Anexo 1).

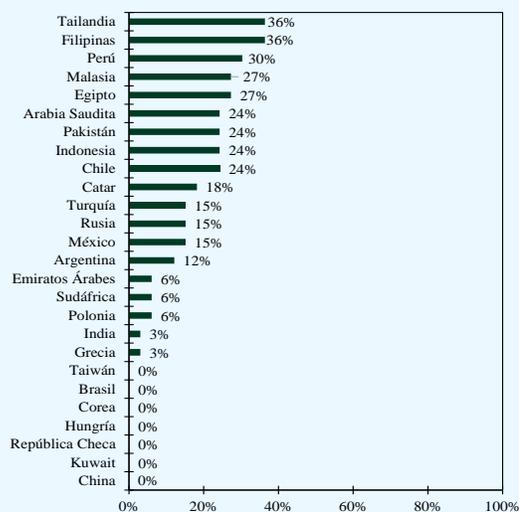
Respecto a la canasta de perdedores, en lo corrido del milenio, Colombia tuvo esta posición casi todo el tiempo (2003 y 2004, entre 2006 y 2008 y desde 2011 hasta la fecha) (Gráfico 68c). Adicionalmente, casi todos los emergentes bajo estudio tuvieron esta condición al tiempo que Colombia, siendo los índices bursátiles de México, Malasia, Turquía, República Checa, Chile, Sudáfrica, Rusia, Tailandia y Brasil los que, por lo general, acompañaron más veces al COLCAP (Gráfico 68d). Por subperíodo, afín a lo que ocurre con la canasta de ganadores, la muestra de perdedores que acompañaron a Colombia, cuando tuvo esta condición, cambia en el tiempo (Anexo 2).

Gráfico 68: Periodos en los que Colombia fue ganador o perdedor en estrategia descubierta

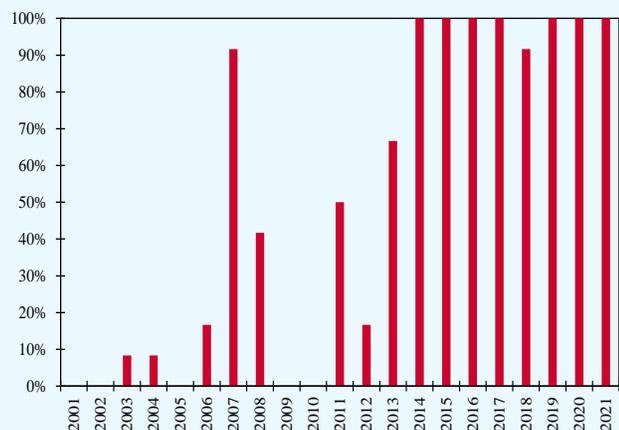
(a) Porcentaje de veces al año que Colombia fue ganador en la estrategia descubierta con canastas dinámicas, entre 2000 y 2021



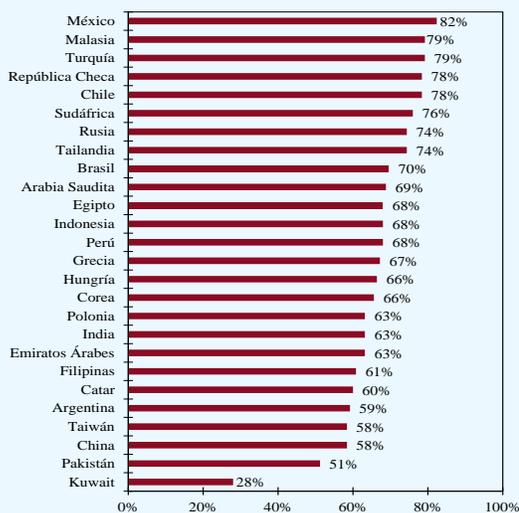
(b) Porcentaje de veces al año en que cada país fue ganador cuando Colombia fue ganador en la estrategia descubierta con canastas dinámicas, entre 2000 y 2021



(c) Porcentaje de veces al año que Colombia fue perdedor en la estrategia descubierta con canastas dinámicas entre 2000 y 2021



(d) Porcentaje de veces al año en que cada país fue perdedor cuando Colombia fue perdedor en la estrategia descubierta con canastas dinámicas, entre 2000 y 2021



Fuente: Bloomberg; cálculos y diseño de los autores.

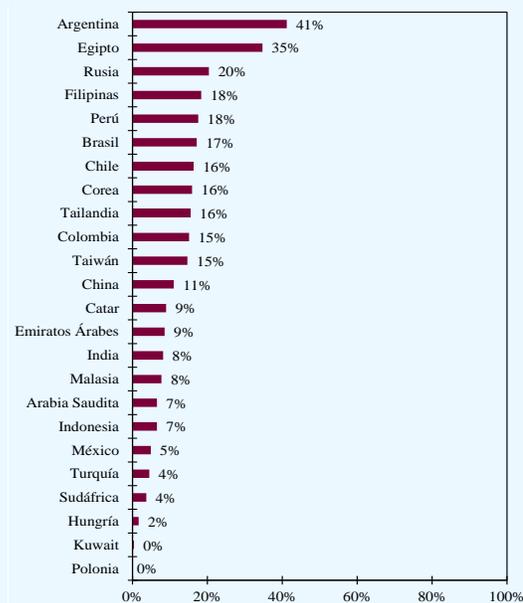
9.3.2. Estrategia de *momentum* cubierta

Respecto a la estrategia de *momentum* cubierta, cuando se mira el porcentaje de veces que un emergente se ubicó en la posición ganadora, se encuentra que el mercado accionario de Colombia se ubicó en el segundo lugar dentro del escalafón de emergentes (*Gráfico 69a*). En términos de la canasta de perdedores, se ubicó en la posición décima, en donde Argentina y Egipto son los países que más tuvieron esta condición en la historia (*Gráfico 69b*). Colombia fue ganador entre 2002 y 2006, en 2008 y 2009, entre 2011 y 2014 y en 2016 (*Gráfico 70a*). Al mirar la canasta de ganadores en el tiempo, se encuentra que Perú, Corea del Sur, Malasia, Tailandia y las Filipinas son los países que más veces tuvieron esta condición cuando Colombia también lo fue (*Gráfico 70b*). Por subperíodo, al igual que en el caso de la estrategia descubierta, la muestra de ganadores cambia de manera considerable en el tiempo, siendo relevante destacar que Rusia acompañó siempre a Colombia como ganador en 2016 (*Anexo 3*).

Gráfico 69: Resumen países ganadores y perdedores en la estrategia cubierta

(a) Porcentaje de veces en que cada país fue ganador en la estrategia cubierta de *momentum* con canastas dinámicas entre 2000 y 2021

(b) Porcentaje de veces en que cada país fue perdedor en la estrategia cubierta de *momentum* con canastas dinámicas entre 2000 y 2021

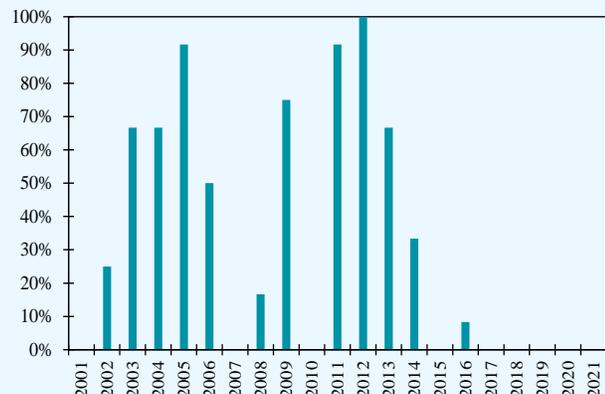


Fuente: Bloomberg; cálculos y diseño de los autores.

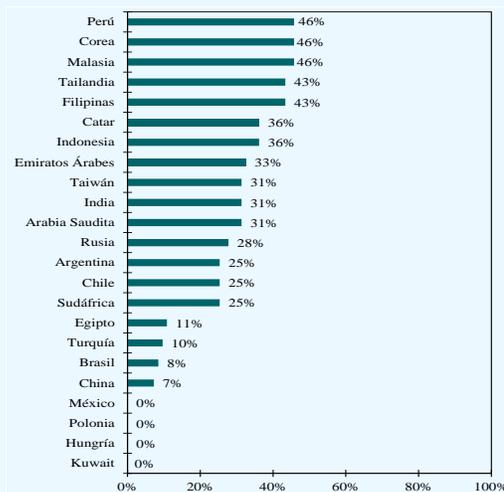
Respecto al conjunto de perdedores, Colombia lo fue en 2004, 2007, 2008, 2010, entre 2014 y 2017 y desde 2020 (*Gráfico 70c*). Los países que más veces han tenido esta condición, junto con Colombia, han sido Argentina, Perú y Rusia (*Gráfico 70d*). Por subperíodo, llama la atención que, por lo general, un país, del resto, es el que casi siempre acompaña a Colombia en la canasta de perdedores: Filipinas (100 %, entre 2000 y 2005), Perú (90 %, entre 2011 y 2015) y Egipto (86 %, entre 2016 y 2021 (*Anexo 4*)).

Gráfico 70: Periodos en los que Colombia fue ganador o perdedor en estrategia cubierta

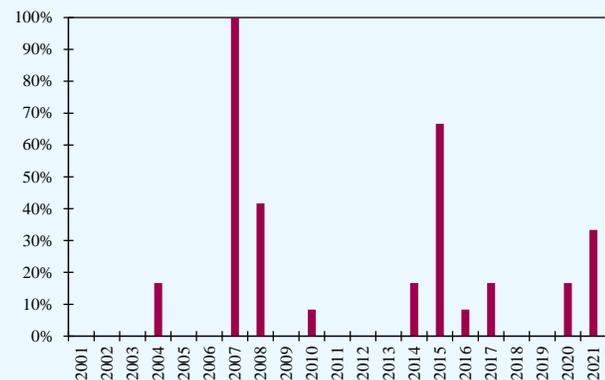
(a) Porcentaje de veces al año que Colombia fue ganador en la estrategia cubierta con canastas dinámicas, entre 2000 y 2021



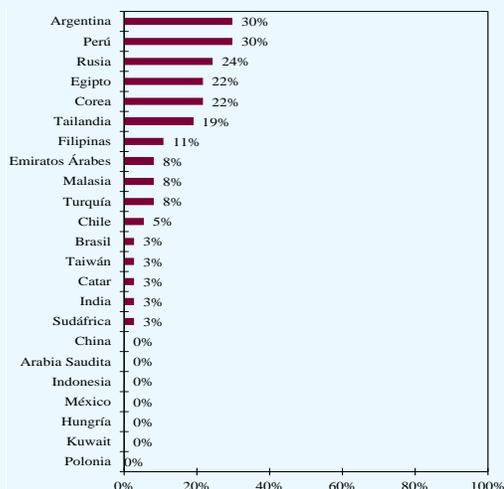
(b) Porcentaje de veces al año en que cada país fue ganador cuando Colombia fue ganador en la estrategia cubierta con canastas dinámicas, entre 2000 y 2021.



(c) Porcentaje de veces al año que Colombia fue perdedor en la estrategia cubierta con canastas dinámicas entre 2000 y 2021



(d) B. Porcentaje de veces al año en que cada país fue perdedor cuando Colombia fue perdedor en la estrategia descubierta con canastas dinámicas, entre 2000 y 2021



Fuente: Bloomberg; cálculos y diseño de los autores.

9.4 Comparación relativa de los países emergentes mediante el análisis de variables macroeconómicas y de mercado, cuando han sido ganadores y perdedores

Como se mencionó, uno de los objetivos del recuadro es entender, en lo corrido del milenio actual, cuáles condiciones de tipo macro y de mercado pudieron haber explicado, en términos relativos, la posición ganadora o perdedora del mercado accionario de Colombia frente a los de los demás emergentes (véase los anexos). En sí, cuando el

COLCAP ha sido ganador (perdedor), la idea es entender qué fortalezas (debilidades), sobre todo de tipo externo, ha tenido Colombia frente a los demás de emergentes. Para tal fin y tomando como referencia a Svirydzenka et al (2016), se analizaron diferentes variables macroeconómicas y de los mercados financieros en los sub-períodos de cinco años (2000-2005, 2006-2010, 2011-2015 y 2016-2021) para los emergentes; teniendo en cuenta, por una parte, que la composición de canastas de ganadores y perdedores no es constante en el tiempo, y, por otra, que la historia desde el 2000 es larga y ha evidenciado cambios estructurales en la dinámica, desarrollo y estructura de los mercados y de las condiciones económicas.

En sí, para los cuatro subperíodos mencionados, en los instantes que Colombia fue ganador o perdedor y por tipo de estrategia (cubierta o descubierta), se calcula el percentil 50 de cada una de las variables macro y de mercado, tanto para Colombia como para los demás países emergentes⁷⁴. En ambas estrategias, en general, cuando el COLCAP ha sido ganador, en términos relativos frente a los demás índices, Colombia no ha mostrado un desempeño sobresaliente en las variables macro y de mercado bajo análisis; aunque sí un progreso intertemporal en los indicadores relacionados con la prima de riesgo soberano, el crecimiento del producto y el acceso a los mercados financieros (*Anexos 1 y 3*). De otro lado, cuando el índice local se ha situado en la canasta de perdedores, afín a lo que ocurre cuando ha sido ganador, Colombia, en su situación macro y de mercados, no tiende a destacarse frente a los otros perdedores. Lo anterior aplica, en términos generales, tanto en la estrategia cubierta como descubierta (*Anexos 2 y 4*). Dicho esto, cuando ha sido perdedora, ha mostrado un buen desempeño en materia de calificación crediticia. Adicionalmente, en el tiempo, el país ha mostrado un deterioro en lo que respecta al número de empresas listadas de su mercado accionario y la profundidad y eficiencia de sus mercados como un todo.

Además de los resultados anteriores, y que, históricamente, sobre todo en las últimas dos décadas, el petróleo ha sido el bien principal de exportación de Colombia, resulta interesante visualizar en simultánea los instantes en los que el COLCAP fue tanto ganador como perdedor y la serie histórica de los precios internacionales del crudo. Para ambas estrategias de *momentum* (cubierta y descubierta), con excepción de los periodos comprendidos entre febrero de 2007 y agosto de 2008, entre enero de 2016 y octubre de 2018⁷⁵ y entre mayo de 2020 y junio de 2021, se encuentra, en general, que ascensos importantes en los precios del crudo han coincidido con períodos en los que el mercado accionario de Colombia ha sido ganador frente a los de los demás emergentes. Asimismo, se encuentra que, tras la caída del precio del petróleo en 2014, en la estrategia descubierta, Colombia se ha ubicado persistentemente dentro del conjunto de naciones emergentes de peor desempeño en el mercado de acciones (*Gráfico 71a y Gráfico 71b*)).

Adicionalmente, con el propósito de complementar el análisis sobre Colombia, se realizó la estrategia de *momentum* a nivel local, incluyendo las 25 especies que actualmente hacen parte del índice COLCAP⁷⁶. Esta estrategia se llevó a cabo siguiendo la metodología explicada anteriormente, la cual dio como resultado las siguientes canastas de ganadores (G) y perdedores (P) por cada subperiodo de interés: i) de 2000 a 2005 (G: 1, P: 6), ii) de 2006 a 2010 (G: 1, P: 13), iii) de 2011 a 2015 (G: 11, P: 6) y iv) de 2016 a 2021 (G: 4, P: 18). De acuerdo con esto, se observa que las especies que con mayor frecuencia se ubicaron como ganadores han sido las acciones ordinaria y preferencial

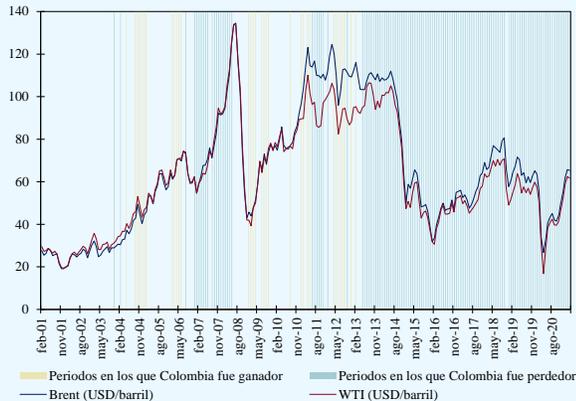
⁷⁴Véase Anexo 5. Las variables bajo análisis son: calificación crediticia, diferencial de tasas de interés (tasa de política monetaria – TPM – del país emergente – TPM en los EE.UU.), crecimiento anual del PIB real al cierre de cada año, número de empresas listadas en el mercado, profundidad, acceso, eficiencia y el desempeño histórico de los flujos netos de inversión de portafolio (flujos de capitales en el texto).

⁷⁵Para este quinquenio, en la estrategia cubierta, Colombia solo fue ganador en junio de 2016 y en general no se ubica ni en el grupo de ganadores ni perdedores, mientras que en la estrategia descubierta casi todo el tiempo es perdedor.

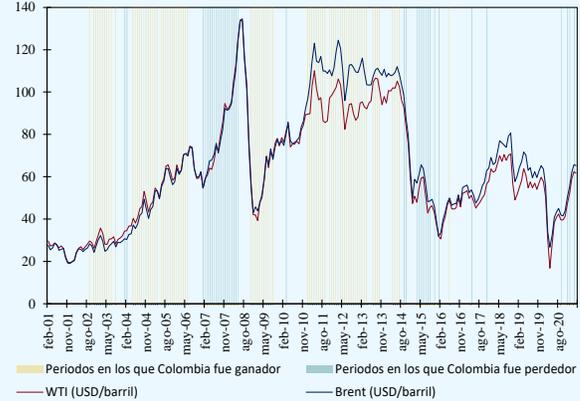
⁷⁶Al 30 de junio las acciones pertenecientes al índice COLCAP son: Bancolombia, PF-Bancolombia, Ecopetrol, Promigas, Banco de Bogotá, Corficolombiana, PF-Corficolombiana, ETB, Grupo Bolívar, Nutresa, Grupo Sura, PF-Grupo Sura, Grupo Argos, PF-Grupo Argos, Cementos Argos, Mineros, Celsia, ISA, BVC, Canacol, Terpel, GEB, PF-Aval y Terpel.

Gráfico 71: Periodos en los que Colombia fue ganador y perdedor y el petróleo

(a) Evolución del precio del petróleo y periodos en los que Colombia fue ganador y perdedor en la estrategia descubierta



(b) Evolución del precio del petróleo (Brent) y periodos en los que Colombia fue ganador y perdedor en la estrategia cubierta

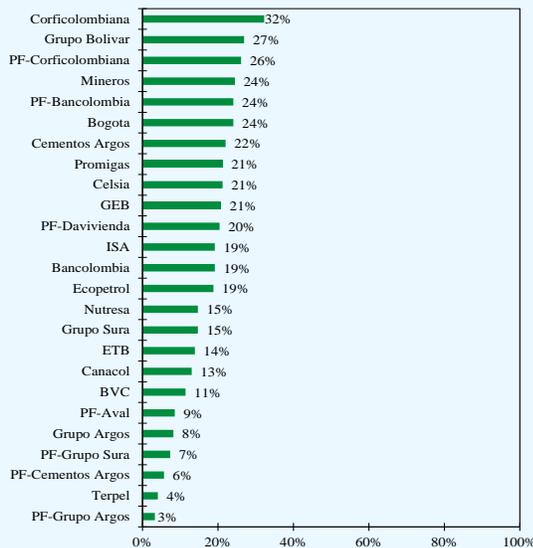


Fuente: Bloomberg; cálculos y diseño de los autores.

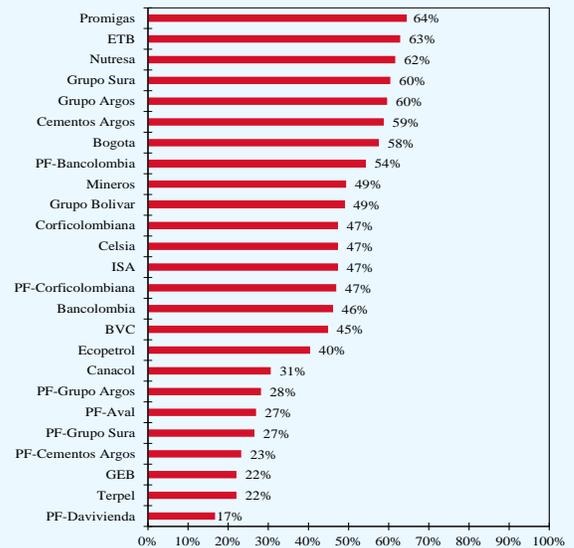
de Corficolombiana (32% y 26%, respectivamente) y Grupo Bolívar (27%), mientras que las acciones que han sido perdedoras durante más del 60% del periodo han sido Promigas, ETB, Nutresa y Grupo Sura (Gráfico 72a y Gráfico 72b)).

Gráfico 72: Resumen países ganadores y perdedores en la estrategia de momentum sobre las acciones del COLCAP

(a) Porcentaje de veces en que cada acción fue ganadora en la estrategia de momentum con canastas dinámicas entre 2000 y 2021



(b) Porcentaje de veces en que cada acción fue perdedora en la estrategia de momentum con canastas dinámicas entre 2000 y 2021

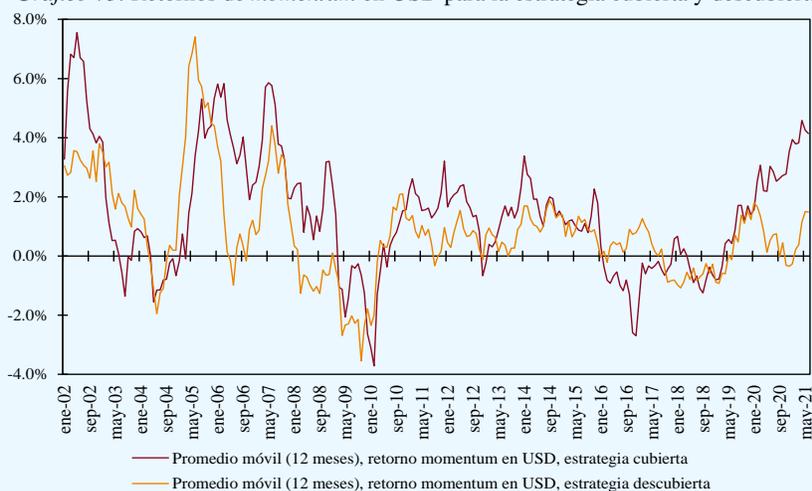


Fuente: Bloomberg; cálculos y diseño de los autores.

9.5 ¿Qué explica los retornos de *momentum* cubiertos y descubiertos para los emergentes?

Al graficar los retornos del *momentum* en el tiempo, tanto en los casos cubierto y descubierto, se observa que, en general, ambas estrategias tienen dinámicas similares; sin embargo, en periodos de estrés de los mercados financieros, tales como, la recesión de 2008, el *taper tantrum* y la pandemia del Covid-19, la estrategia cubierta tiende a generar retornos más altos que la descubierta (Gráfico 73). Por otra parte, resulta interesante analizar la posible relación en el tiempo de los retornos del *momentum* con otras variables que, por lo general, inciden en el desempeño de los mercados financieros de emergentes⁷⁷. Primero, se analiza la correlación de los retornos de las estrategias con los retornos mensuales del índice S&P 500 y se encuentra que, respecto a la estrategia cubierta, la correlación móvil de orden 30 ha fluctuado en la historia entre -0,55 y 0,33; mientras que, para la estrategia descubierta, se ha movido entre -0,46 y 0,50. Adicionalmente, se observa que, a partir de septiembre de 2018, la correlación ha sido consistentemente negativa para ambas estrategias (Gráfico 74a).

Gráfico 73: Retornos de *momentum* en USD para la estrategia cubierta y descubierta



Fuente: Bloomberg; cálculos y diseño de los autores.

Cuando se examina la correlación entre los retornos de las estrategias de *momentum* (cubierta y descubierta) y los cambios mensuales de los precios del Brent, entre julio de 2004 hasta junio 2021, se encuentra que para la estrategia descubierta la correlación tiende a ser levemente positiva a inicios del periodo y posteriormente revierte este comportamiento y toma valores persistentemente negativos⁷⁸. Adicionalmente, posterior al desplome del precio de petróleo hacia finales de 2014, la correlación con la estrategia descubierta de *momentum* alcanza su nivel mínimo (-0,61) lo cual evidencia que la estrategia logró generar retornos positivos, pese a un frente externo adverso en materia de precios del crudo (Gráfico 74c). Lo anterior se puede entender debido a que se toma provecho de la venta en corto de índices accionarios de las economías que se vieron afectadas por la caída en los precios del petróleo y a su vez se toman posiciones largas en los índices bursátiles de emergentes que no se vieron tan impactados. En efecto, se encuentra que en 2015 tanto Rusia y Colombia pertenecieron al grupo de perdedores un 100% de las

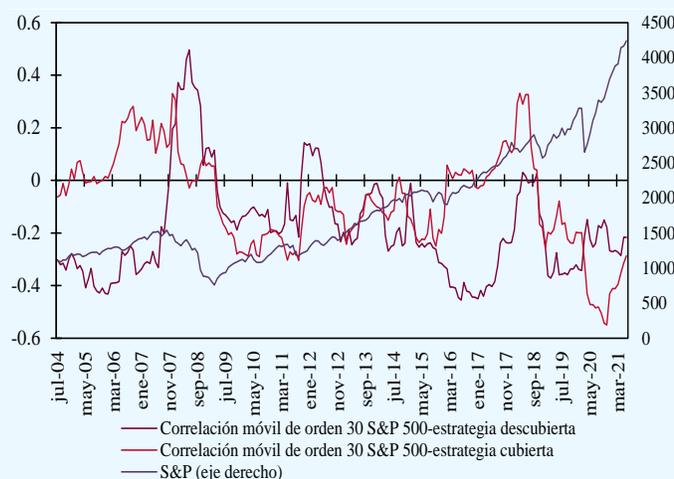
⁷⁷Se calculan correlaciones de Pearson, móviles de orden 30, teniendo en cuenta que, al aplicar la prueba de estacionariedad de Phillips-Perron sobre las diferencias regulares mensuales de las series de tiempo de los precios del Brent, el DXY, el S&P 500, y el índice de metales industriales, al igual que sobre los retornos mensuales de las estrategias cubierta y descubierta de *momentum*, en todos los casos se encuentra que se rechaza la hipótesis nula de presencia de raíz unitaria (es decir, las series son I(0)).

⁷⁸Entre julio 2004 y octubre 2010, la correlación entre los cambios mensuales de los precios del Brent y el retorno de la estrategia descubierta se ubicó, en promedio, en 0,13, mientras que la cifra entre junio de 2012 y junio de 2021 se ubicó en 0,25.

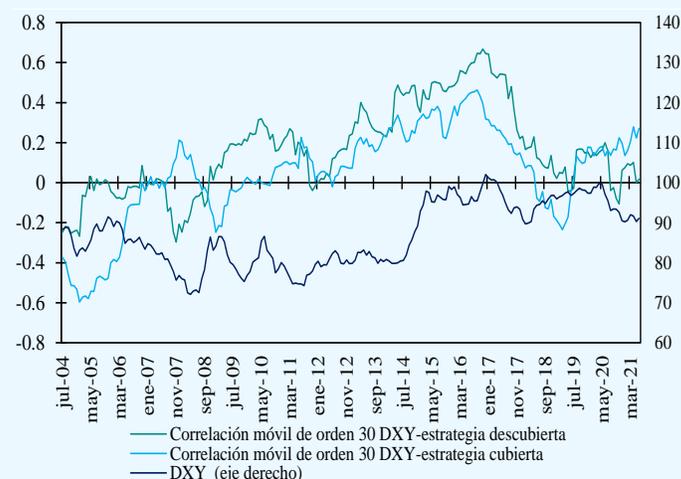
veces. Asimismo, en ese instante, países en lo que el crudo representa un porcentaje relativamente importante en sus importaciones fueron consistentemente ganadores, tales como Pakistán, Filipinas, la India y la China.

Gráfico 74: Correlación de orden 30 entre los retornos de *momentum* y algunas variables de mercado

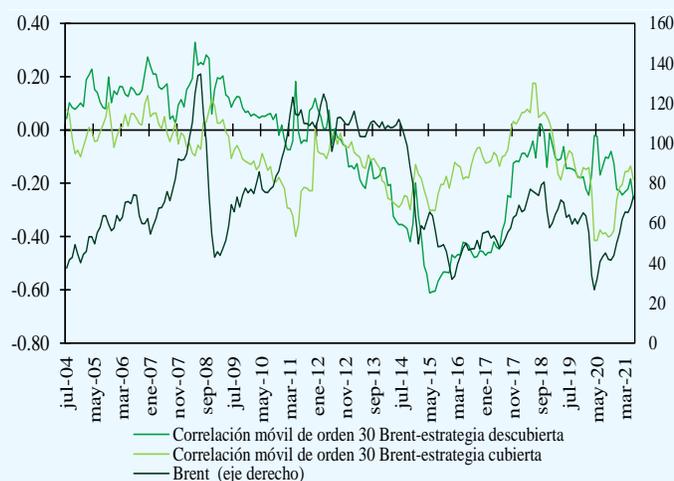
(a) Correlación de orden 30 entre los retornos de *momentum* en USD para la estrategia cubierta y descubierta y el S&P 500



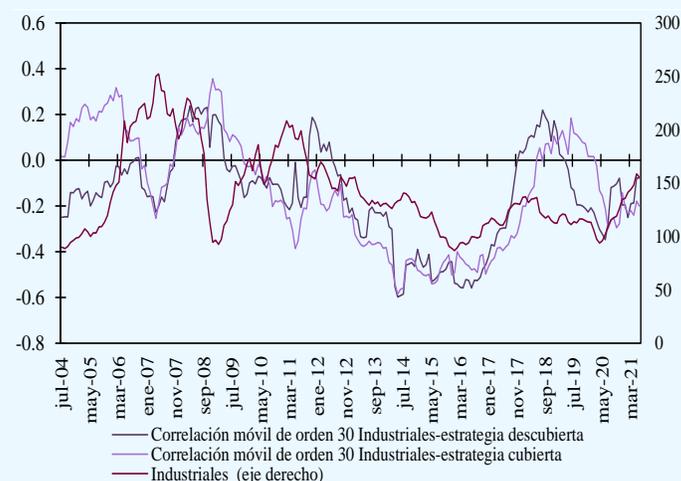
(b) Correlación de orden 30 entre los retornos de *momentum* en USD para la estrategia cubierta y descubierta y el DXY



(c) Correlación de orden 30 entre los retornos de *momentum* en USD para la estrategia cubierta y descubierta y el Brent



(d) Correlación de orden 30 entre los retornos de *momentum* en USD para la estrategia cubierta y descubierta y comportamiento del índice de commodities de metales industriales



Fuente: Bloomberg; cálculos y diseño de los autores.

Por otra parte, de manera semejante a lo que se observó para el Brent, cuando se analiza la correlación entre los retornos de ambas estrategias y el precios de metales industriales, se evidencia que entre 2013 y 2015 cuando la variable presentó descensos importantes, la estrategia logró generar retornos positivos. En este periodo Perú y Chile, exportadores netos de metales, pertenecieron a la canasta de perdedores un 100% y 94% de las veces,

respectivamente. Finalmente, al mirar las correlaciones de los retornos mensuales de las estrategias con los del DXY se encuentra, por lo general, que han sido históricamente positivas (*Gráfico 74b* y *Gráfico 74d*).

En conclusión, para lo corrido del presente milenio, en este recuadro se presentaron los resultados del cálculo de la estrategia de *momentum* para los índices bursátiles de los países emergentes, considerando el caso de un inversionista extranjero con intención de cubrirse o no al riesgo cambiario. Grosso modo, los resultados dejan entrever que el COLCAP ha estado más veces en la condición de perdedor, cuando se mira la estrategia descubierta, mientras que ha sido lo contrario en el caso cubierto. En general, el país no ha tendido a destacarse frente a sus pares ganadores o perdedores en sus condiciones macro y/o variables que miden la situación externa del país y el desarrollo de sus mercados. Por tanto, cuando se mira la relación entre los precios del crudo y los instantes en los que el país fue un ganador o perdedor, se encuentra que, por lo general, en coyunturas de apreciaciones sostenidas de los precios del crudo, Colombia tiende a mostrar valorizaciones en el COLCAP y ubicarse como ganador. Lo contrario ocurre en descensos pronunciados de los precios del petróleo.

Anexos

Anexo 1: Variables de análisis para la estrategia de *momentum* descubierta cuando Colombia fue ganador

Gráfico 75: Variables de análisis entre 2000-2005 cuando Colombia fue ganador - estrategia descubierta

Variables de análisis entre 2000-2005 cuando Colombia fue ganador - estrategia descubierta (canasta de 2 ganadores, 8 perdedores)¹

País	% de veces que fue ganador junto a Colombia	Calificación crediticia	Calificación crediticia escala S&P	Diferencial de tasas de interés	CDS 5Y	Crecimiento del PIB	Número de empresas listadas	Profundidad (Depth)	Acceso (Access)	Eficiencia (Efficiency)	Flujos de capital
Colombia	100%	55 BB		4.8%	369.7	5.0%	107	0.16	0.41	0.24	0.40
Egipto	86%	60 BB+		4.3%		4.3%		0.47	0.35	0.65	
Turquía	14%	45 B+		21.0%	592.3	9.8%	48	0.25	0.38	1.00	0.36
Catar	0%	90 A+		0.4%	37.7	13.5%		0.71	0.72	0.46	0.18
Pakistán	0%	45 B+				8.2%		0.38	0.00	1.00	0.44
Arabia Saudita	0%	85 A		0.3%		6.8%		0.31	0.27	0.66	0.25
Argentina	0%	5 SD		0.5%		8.9%	107	0.14	0.72	0.13	
Perú	0%	55 BB		1.0%	265.9	5.6%	224	0.12	0.41	0.08	
Rusia	0%	60 BB+		11.0%	153.1	6.8%		0.41	0.58	0.82	0.47
Emiratos Árabes	0%					7.2%		0.28	0.61	0.27	
República Checa	0%	80 A-		0.5%		5.7%	58	0.19	0.04	0.90	0.43
Hungría	0%	80 A-		8.0%	16.4	4.5%	253	0.24	0.54	0.71	0.70
Tailandia	0%	75 BBB+		-0.3%	33.0	5.2%	457	0.55	0.37	0.93	0.44
Brasil	0%	50 BB-		15.3%	389.0	4.5%	358	0.29	0.38	0.42	0.57
India	0%	55 BB		4.0%		8.6%		0.42	0.26	1.00	0.64
Corea	0%	80 A-		1.3%	32.7	4.8%	677	0.62	0.80	1.00	0.47
Indonesia	0%	40 B			275.0	5.4%	333	0.17	0.39	0.38	0.69
Polonia	0%	75 BBB+		4.3%		4.3%	207	0.16	0.46	0.32	0.59
China	0%	75 BBB+		3.6%	26.2	10.8%	837	0.21	0.17	1.00	0.22
Malasia	0%	80 A-		0.7%	26.3	5.9%	951	0.71	0.54	0.33	0.39
Filipinas	0%	55 BB		4.8%	473.1	5.8%	236	0.38	0.45	0.15	0.33
Sudáfrica	0%	70 BBB		5.5%	62.7	4.9%	392	0.52	0.32	0.23	0.74
Taiwán	0%	95 AA-		-0.4%		6.2%	700				0.67
México	0%	65 BBB-		6.3%	91.5	3.1%	153	0.19	0.48	0.29	0.45
Grecia	0%	85 A		0.0%	8.6	2.8%	325	0.39	0.58	0.39	
Kuwait	0%	90 A+		2.5%		10.4%		0.60	0.04	0.90	
Chile	0%	85 A		0.3%	29.0	6.5%	240	0.48	0.51	0.16	0.18

¹ La coloración de cada celda, por variable, asigna los mejores valores hacia tonalidades verdes, los peores propenden a tomar coloraciones rojas y valores cercanos al percentil 50 de la muestra de países se asocian a gamas amarillas.

Fuente: Bloomberg, FMI, Banco de Pagos Internacionales, IIF, World Federation of Exchanges; cálculos y diseño de los autores.

Gráfico 76: Variables de análisis entre 2006-2010 cuando Colombia fue ganador - estrategia descubierta

Variables de análisis entre 2006-2010 cuando Colombia fue ganador - estrategia descubierta (canasta de 2 ganadores, 12 perdedores)¹

País	% de veces que fue ganador junto a Colombia	Calificación crediticia	Calificación crediticia escala S&P	Diferencial de tasas de interés	CDS 5Y	Crecimiento del PIB	Número de empresas listadas	Profundidad (Depth)	Acceso (Access)	Eficiencia (Efficiency)	Flujos de capital
Colombia	100%	60 BB+		3.9%	157.3	4.5%	87	0.25	0.51	0.17	0.40
Chile	29%	90 A+		1.0%	120.6	-1.6%	237.5	0.48	0.55	0.19	0.20
Rusia	21%	70 BBB		7.0%	60.9	8.2%		0.45	0.69	0.86	0.47
Arabia Saudita	14%	85 A		0.4%		2.8%		0.42	0.39	0.89	0.25
Indonesia	7%	55 BB		6.4%	152.4	6.4%	409	0.23	0.29	0.35	0.77
India	7%	65 BBB-		4.6%		8.5%		0.62	0.22	1.00	0.76
Emiratos Árabes	7%					-5.2%		0.62	0.67	0.57	
Catar	7%	95 AA-		5.4%	319.2	13.1%		0.63	0.70	0.75	0.18
Perú	7%	65 BBB-		1.1%	132.0	1.0%	238	0.23	0.52	0.05	
Turquía	0%	50 BB-		8.7%	205.6	6.9%	43	0.34	0.35	1.00	0.35
Sudáfrica	0%	75 BBB+		6.9%	145.5	3.0%	398.5	0.68	0.23	0.33	0.77
Filipinas	0%	50 BB-		3.9%	200.1	5.3%	246	0.42	0.37	0.17	0.33
Malasia	0%	80 A-		1.9%	88.5	5.6%	969	0.77	0.55	0.34	0.44
Tailandia	0%	75 BBB+		1.1%	91.8	5.0%	526	0.49	0.40	0.86	0.44
Corea	0%	85 A		1.9%	115.8	5.3%	1772	0.78	0.73	1.00	0.62
México	0%	75 BBB+		4.4%	157.4	4.5%	130	0.28	0.50	0.28	0.45
Egipto	0%	60 BB+				5.1%	352.5	0.34	0.31	0.62	
Argentina	0%	35 B-		9.5%	1159.1	8.0%	108	0.10	0.82	0.05	
China	0%	90 A+		5.2%	72.8	10.6%	864	0.57	0.22	1.00	0.22
Pakistán	0%	35 B-				2.6%		0.11	0.00	0.66	0.44
Hungría	0%	67.5 BBB		7.1%	236.6	0.7%	249	0.32	0.53	1.00	0.71
Brasil	0%	65 BBB-		10.7%	151.3	4.0%	387.5	0.46	0.41	0.63	0.61
Taiwán	0%	95 AA-		1.1%		5.8%	726.5				0.62
Polonia	0%	80 A-		3.4%		3.6%	459.5	0.22	0.39	0.44	0.59
República Checa	0%	85 A		1.1%		2.4%	37	0.17	0.05	0.94	0.43
Grecia	0%	80 A-		0.9%	122.1	-4.3%	290.5	0.54	0.59	0.63	
Kuwait	0%	95 AA-		2.9%		-2.4%		0.62	0.10	0.64	

¹ La coloración de cada celda, por variable, asigna los mejores valores hacia tonalidades verdes, los peores propenden a tomar coloraciones rojas y valores cercanos al percentil 50 de la muestra de países se asocian a gamas amarillas.

Fuente: Bloomberg, FMI, Banco de Pagos Internacionales, IIF, World Federation of Exchanges; cálculos y diseño de los autores.

Gráfico 77: Variables de análisis entre 2011-2015 cuando Colombia fue ganador - estrategia descubierta

Variables de análisis entre 2011-2015 cuando Colombia fue ganador - estrategia descubierta (canasta de 9 ganadores, 14 perdedores)¹

País	% de veces que fue ganador junto a Colombia	Calificación crediticia	Calificación crediticia escala S&P	Diferencial de tasas de interés	CDS 5Y	Crecimiento del PIB	Número de empresas listadas	Profundidad (Depth)	Acceso (Access)	Eficiencia (Efficiency)	Flujos de capital
Colombia	100%	65	BBB-	4.4%	112.7	5.1%	85	0.25	0.53	0.15	0.44
Tailandia	100%	75	BBB+	2.8%	126.0	2.7%	545	0.65	0.40	0.96	0.65
Filipinas	100%	55	BB	3.9%	139.5	6.8%	254	0.53	0.31	0.20	0.33
Perú	75%	70	BBB	4.1%	134.9	6.2%	258	0.21	0.45	0.07	
Malasia	75%	80	A-	2.9%	110.1	5.4%	929	0.80	0.60	0.36	0.45
Pakistán	67%	35	B-			3.8%		0.09	0.00	0.17	0.44
Indonesia	58%	60	BB+	6.4%	151.9	6.1%	426	0.22	0.32	0.29	0.73
Arabia Saudita	50%	95	AA-	1.9%		5.4%	155.5	0.51	0.42	1.00	0.25
México	42%	70	BBB	4.4%	100.5	3.6%	136	0.29	0.45	0.29	0.64
Catar	42%	100	AA	4.4%	122.1	4.7%		0.62	0.80	0.75	0.18
Argentina	33%	40	B	9.4%	583.0	6.0%	106	0.06	0.53	0.07	
Chile	33%	90	A+	3.9%	71.4	6.1%	231	0.46	0.46	0.23	0.27
Turquía	33%	55	BB	4.6%	141.5	8.5%	52	0.30	0.32	1.00	0.64
Egipto	25%	35	B-	9.6%		2.8%	235	0.13	0.34	0.30	
Rusia	17%	70	BBB	8.0%	131.4	5.1%		0.35	0.51	0.85	0.47
Polonia	17%	80	A-	3.9%		1.5%	869.5	0.22	0.39	0.42	0.55
Sudáfrica	17%	75	BBB+	5.4%	127.9	3.3%	395.5	0.64	0.20	0.34	0.73
Grecia	8%	35	B-	0.6%		-3.2%	264	0.54	0.67	0.35	
Emiratos Árabes	8%					4.5%	67	0.40	0.70	0.21	
China	0%	95	AA-	5.9%	87.3	7.9%	940.5	0.53	0.24	1.00	0.22
República Checa	0%	95	AA-	0.5%		0.0%	28	0.19	0.05	0.94	0.44
India	0%	65	BBB-	7.9%		6.4%		0.47	0.23	0.58	0.69
Corea	0%	85	A	2.9%	99.1	3.2%	1795.5	0.85	0.76	1.00	0.61
Taiwán	0%	95	AA-	1.8%		2.5%	829.5				0.63
Hungría	0%	60	BB+	6.1%	382.3	1.8%	267	0.21	0.55	0.65	0.81
Kuwait	0%	100	AA	2.4%		6.6%		0.56	0.06	0.64	
Brasil	0%	70	BBB	8.4%	120.2	3.0%	371	0.35	0.43	0.81	0.62

¹ La coloración de cada celda, por variable, asigna los mejores valores hacia tonalidades verdes, los peores propenden a tomar coloraciones rojas y valores cercanos al percentil 50 de la muestra de países se asocian a gamas amarillas.

Fuente: Bloomberg, FMI, Banco de Pagos Internacionales, Institute of international Finance, World Federation of Exchanges; cálculos y diseño de los autores.

Anexo 2. Variables de análisis para la estrategia de *momentum* descubierta, cuando Colombia fue perdedor

Gráfico 78: Variables de análisis entre 2000-2005 cuando Colombia fue perdedor - estrategia descubierta

Variables de análisis entre 2000-2005 cuando Colombia fue perdedor - estrategia descubierta (canasta de 2 ganadores, 8 perdedores)¹

País	% de veces que fue perdedor junto a Colombia	Calificación crediticia	Calificación crediticia escala S&P	Diferencial de tasas de interés	CDS 5Y	Crecimiento del PIB	Número de empresas listadas	Profundidad (Depth)	Acceso (Access)	Eficiencia (Efficiency)	Flujos de capital
Colombia	100%	55	BB	6.1%	486.3	4.6%		0.21	0.36	0.28	0.39
México	100%	65	BBB-	5.5%	122.1	2.7%	159.5	0.16	0.47	0.27	0.45
Filipinas	100%	55	BB	5.8%	474.1	5.8%	234.5	0.39	0.47	0.13	0.33
Emiratos Árabes	100%					9.2%		0.23	0.45	0.24	
Taiwán	100%	95	AA-	0.4%		5.6%	673				0.63
Corea	100%	80	A-	2.8%	63.2	4.2%	684.5	0.59	0.85	1.00	0.67
Malasia	100%	80	A-	3.5%	44.5	6.3%	904.5	0.73	0.42	0.35	0.39
Grecia	50%	90	A+	1.0%	13.8	5.8%	345	0.34	0.45	0.38	
Hungría	50%	80	A-	11.5%	31.0	4.8%	245	0.22	0.53	0.60	0.70
Polonia	0%	75	BBB+	4.3%		4.3%	189	0.13	0.46	0.28	0.58
Sudáfrica	0%	70	BBB	7.3%	110.6	3.8%	411.5	0.49	0.25	0.23	0.60
Egipto	0%	60	BB+			3.6%		0.36	0.32	0.52	
Argentina	0%	5	SD	0.4%		8.9%	110	0.16	0.58	0.12	
Catar	0%	90	A+	0.3%		11.6%		0.75	0.70	0.53	0.18
Turquía	0%	45	B+	23.5%	401.6	7.8%	51	0.24	0.38	1.00	0.36
República Checa	0%	80	A-	1.0%		4.2%	51	0.15	0.04	0.74	0.44
Perú	0%	50	BB-	1.5%	316.2	4.6%	226	0.10	0.44	0.08	
Chile	0%	82.5	A	1.3%	55.8	5.6%	239.5	0.48	0.48	0.12	0.19
India	0%	55	BB	6.0%		7.9%		0.37	0.27	1.00	0.64
Brasil	0%	45	B+	16.0%	569.1	3.5%	368	0.27	0.38	0.39	0.58
Arabia Saudita	0%	85	A	0.8%		9.6%		0.33	0.28	0.69	0.25
Tailandia	0%	70	BBB	0.3%	36.3	6.7%	418.5	0.60	0.36	1.00	0.44
Rusia	0%	57.5	BB+	14.0%	211.0	7.3%		0.40	0.57	0.82	0.47
Pakistán	0%	40	B			6.1%		0.36	0.00	1.00	0.44
China	0%	72.5	BBB+	4.3%	28.7	10.1%	780.5	0.22	0.15	0.95	0.22
Kuwait	0%	90	A+	2.3%		14.0%		0.50	0.05	0.45	
Indonesia	0%	40	B			4.9%	332	0.16	0.40	0.32	0.69

1. La coloración de cada celda, por variable, asigna los mejores valores hacia tonalidades verdes, los peores propenden a tomar coloraciones rojas y valores cercanos al percentil 50 de la muestra de países se asocian a gamas amarillas.

Fuente: Bloomberg, FMI, Banco de Pagos Internacionales, IIF, World Federation of Exchanges; cálculos y diseño de los autores.

Gráfico 79: Variables de análisis entre 2006-2010 cuando Colombia fue perdedor - estrategia descubierta

Variables de análisis entre 2006-2010 cuando Colombia fue perdedor - estrategia descubierta (canasta de 2 ganadores, 12 perdedores)¹

País	% de veces que fue perdedor junto a Colombia	Calificación crediticia	Calificación crediticia escala S&P	Diferencial de tasas de interés	CDS 5Y	Crecimiento del PIB	Número de empresas listadas	Profundidad (Depth)	Acceso (Access)	Eficiencia (Efficiency)	Flujos de capital
Colombia	100%	60	BB+	4.3%	129.0	6.7%	93	0.16	0.53	0.25	0.40
Argentina	89%	45	B+	5.9%	443.9	8.0%	109.5	0.14	0.93	0.10	
Arabia Saudita	78%	90	A+	0.3%		2.8%		0.52	0.45	1.00	0.25
Taiwán	78%	95	AA-	-1.7%		5.8%	692.5				0.65
Tailandia	72%	75	BBB+	-1.3%	41.8	5.0%	521	0.48	0.40	0.83	0.46
Sudáfrica	72%	75	BBB+	4.8%	55.3	4.3%	390	0.68	0.21	0.44	0.71
Emiratos Árabes	67%					6.5%		0.47	0.73	0.40	
Catar	67%	95	AA-	0.3%	16.3	23.1%		0.71	0.82	0.39	0.18
Hungría	67%	75	BBB+	3.0%	45.3	1.1%	259	0.33	0.55	1.00	0.68
Pakistán	67%	45	B+			5.3%		0.27	0.01	1.00	0.44
Rusia	56%	75	BBB+	6.4%	92.3	6.9%		0.53	0.61	0.79	0.47
Grecia	56%	85	A	0.4%	25.4	1.5%	292	0.58	0.56	0.77	
Turquía	50%	50	BB-	12.3%	162.9	5.0%	41	0.28	0.38	1.00	0.48
República Checa	50%	85	A	-1.0%		4.1%	31.5	0.19	0.04	0.80	0.43
Egipto	50%	60	BB+			7.0%	565	0.49	0.35	0.57	
Corea	50%	85	A	-0.8%	18.0	5.3%	1702	0.65	0.72	1.00	0.61
México	33%	75	BBB+	4.5%	97.2	1.7%	128.5	0.22	0.54	0.39	0.45
Chile	28%	90	A+	3.3%	54.5	4.9%	240	0.42	0.47	0.23	0.19
Malasia	28%	80	A-	-0.8%	44.5	5.6%	988	0.76	0.61	0.52	0.48
Polonia	22%	80	A-	3.6%		4.3%	400	0.12	0.41	0.68	0.56
Perú	17%	60	BB+	3.5%	118.8	9.1%	231	0.15	0.48	0.12	
Filipinas	6%	50	BB-	3.0%	207.3	4.3%	246	0.31	0.40	0.28	0.33
China	0%	85	A	2.2%	22.4	12.7%	853.5	0.46	0.25	1.00	0.22
India	0%	65	BBB-	2.8%		9.3%		0.54	0.19	0.95	0.68
Kuwait	0%	95	AA-	1.3%		6.0%		0.61	0.12	0.64	
Indonesia	0%	50	BB-	3.9%	159.8	6.3%	345	0.19	0.36	0.54	0.74
Brasil	0%	60	BB+	7.6%	98.9	5.1%	389.5	0.37	0.41	0.56	0.65

1. La coloración de cada celda, por variable, asigna los mejores valores hacia tonalidades verdes, los peores propenden a tomar coloraciones rojas y valores cercanos al percentil 50 de la muestra de países se asocian a gamas amarillas.

Fuente: Bloomberg, FMI, Banco de Pagos Internacionales, IIF, World Federation of Exchanges; cálculos y diseño de los autores.

Gráfico 80: Variables de análisis entre 2011-2015 cuando Colombia fue perdedor - estrategia descubierta

Variables de análisis entre 2011-2015 cuando Colombia fue perdedor - estrategia descubierta (canasta de 9 ganadores, 14 perdedores) ¹											
País	% de veces que fue perdedor junto a Colombia	Calificación crediticia	Calificación crediticia escala S&P	Diferencial de tasas de interés	CDS 5Y	Crecimiento del PIB	Número de empresas listadas	Profundidad (Depth)	Acceso (Access)	Eficiencia (Efficiency)	Flujos de capital
Colombia	100%	70	BBB	4.4%	132.9	4.5%	76.5	0.25	0.53	0.15	0.51
Brasil	95%	65	BBB-	11.3%	181.0	1.9%	365	0.35	0.44	0.87	0.64
Chile	85%	95	AA-	3.9%	84.2	4.0%	305	0.45	0.46	0.18	0.27
Perú	83%	75	BBB+	3.6%	133.2	4.6%	267	0.20	0.45	0.05	
Rusia	83%	65	BBB-	8.1%	243.0	1.2%	262	0.30	0.51	0.43	0.48
México	78%	75	BBB+	2.9%	111.3	3.1%	137	0.29	0.44	0.31	0.52
República Checa	78%	95	AA-	-0.1%		1.8%	24.5	0.21	0.05	0.94	0.44
Turquía	75%	60	BB+	7.1%	218.7	6.1%	49	0.30	0.32	1.00	0.36
Malasia	68%	80	A-	3.1%	120.7	5.2%	904	0.81	0.58	0.36	0.38
Hungría	63%	55	BB	2.3%	196.1	2.0%	260	0.20	0.54	0.63	0.69
Grecia	58%	30	CCC+	-0.1%	2320.9	-3.9%	244	0.50	0.58	0.61	
Indonesia	53%	60	BB+	7.4%	191.8	5.3%	496	0.22	0.32	0.26	0.77
Sudáfrica	53%	70	BBB	5.4%	203.9	2.2%	378	0.73	0.20	0.31	0.61
China	50%	95	AA-	5.9%	90.5	7.9%	955.5	0.55	0.25	1.00	0.22
Egipto	48%	35	B-	9.1%		2.8%	234	0.13	0.33	0.33	
Polonia	45%	80	A-	1.9%		3.6%	900.5	0.20	0.39	0.43	0.58
India	45%	65	BBB-	7.9%		6.5%		0.48	0.22	0.57	0.67
Arabia Saudita	43%	95	AA-	1.9%		4.1%	168	0.49	0.42	1.00	0.25
Corea	43%	90	A+	1.9%	60.6	3.2%	1829	0.81	0.73	1.00	0.53
Tailandia	40%	75	BBB+	1.9%	124.8	2.7%	594.5	0.70	0.39	0.93	0.40
Emiratos Árabes	28%				99.2	5.1%	67	0.41	0.70	0.21	
Taiwán	28%	95	AA-	1.8%		2.5%	843				0.71
Filipinas	25%	67.5	BBB	3.4%	98.0	5.1%	259.5	0.53	0.31	0.20	0.36
Catar	20%	100	AA	4.4%	97.9	5.2%	43	0.62	0.64	0.48	0.18
Argentina	13%	35	B-	9.4%	1017.6	2.6%	105	0.06	0.52	0.05	
Pakistán	8%	35	B-			3.6%		0.08	0.00	0.35	0.44
Kuwait	0%	100	AA	1.9%		1.2%	0.5	0.57	0.06	0.64	

\1. La coloración de cada celda, por variable, asigna los mejores valores hacia tonalidades verdes, los peores propenden a tomar coloraciones rojas y valores cercanos al percentil 50 de la muestra de países se asocian a gamas amarillas.

Fuente: Bloomberg, FMI, Banco de Pagos Internacionales, IIF, World Federation of Exchanges; cálculos y diseño de los autores.

Gráfico 81: Variables de análisis entre 2016-2021 cuando Colombia fue perdedor - estrategia descubierta

Variables de análisis entre 2016-2021 cuando Colombia fue perdedor - estrategia descubierta (canasta de 2 ganadores, 23 perdedores) ¹											
País	% de veces que fue perdedor junto a Colombia	Calificación crediticia	Calificación crediticia escala S&P	Diferencial de tasas de interés	CDS 5Y	Crecimiento del PIB	Número de empresas listadas	Profundidad (Depth)	Acceso (Access)	Eficiencia (Efficiency)	Flujos de capital
Colombia	100%	65	BBB-	2.6%	124.0	2.1%	68	0.24	0.52	0.15	0.43
Malasia	100%	80	A-	1.6%	73.3	4.5%	910	0.82	0.59	0.36	0.41
Indonesia	98%	65	BBB-	3.6%	109.7	5.0%	598	0.25	0.36	0.25	0.75
Tailandia	98%	75	BBB+	0.4%	44.4	3.4%	696	0.76	0.46	0.92	0.44
México	98%	75	BBB+	5.6%	119.9	2.1%	145	0.33	0.43	0.31	0.44
Filipinas	97%	70	BBB	2.1%	68.4	6.3%	267	0.53	0.33	0.14	0.35
Sudáfrica	94%	55	BB	4.9%	198.9	0.4%	360	0.76	0.44	0.41	0.53
India	94%	65	BBB-	4.4%		6.1%		0.52	0.20	0.61	0.67
Turquía	92%	50	BB-	6.9%	294.2	3.0%	43	0.34	0.34	1.00	0.37
Chile	91%	90	A+	0.6%	59.7	1.2%	293	0.46	0.41	0.15	0.23
República Checa	89%	95	AA-	-0.3%		2.5%	54	0.21	0.05	0.94	0.43
Egipto	88%	40	B	11.9%		4.3%	252	0.13	0.33	0.41	
Polonia	88%	80	A-	0.0%		4.1%	850	0.20	0.41	0.41	0.54
Catar	85%	95	AA-	3.4%	51.0	0.8%	45	0.59	0.88	0.15	0.24
Arabia Saudita	85%	80	A-	0.9%	83.8	0.3%	192	0.50	0.46	0.58	0.27
Emiratos Árabes	83%	95	AA-		45.2	1.7%	69	0.59	0.93	0.22	
Corea	83%	100	AA	0.1%	43.4	2.9%	2145	0.80	0.58	1.00	0.54
Argentina	82%	35	B-	37.9%	653.2	-2.1%	97	0.08	0.58	0.06	
China	82%	90	A+	3.2%	59.5	6.8%	1417.5	0.67	0.31	1.00	0.35
Grecia	77%	45	B+	-0.4%	70.0	1.5%	199	0.50	0.64	0.37	
Rusia	77%	65	BBB-	5.4%	131.8	1.3%	234	0.32	0.48	0.31	0.52
Brasil	75%	50	BB-	4.1%	201.1	1.1%	342	0.40	0.40	0.88	0.58
Perú	75%	75	BBB+	0.6%	75.9	2.5%	218	0.23	0.47	0.03	
Pakistán	75%	35	B-	6.9%		4.6%		0.13	0.00	0.36	0.44
Taiwán	71%	95	AA-	0.0%		2.7%	925.5				0.64
Hungría	69%	70	BBB	-0.2%		4.3%	379	0.18	0.57	0.41	0.66
Kuwait	54%	100	AA	1.4%		-4.7%	171	0.68	0.22	0.64	

\1. La coloración de cada celda, por variable, asigna los mejores valores hacia tonalidades verdes, los peores propenden a tomar coloraciones rojas y valores cercanos al percentil 50 de la muestra de países se asocian a gamas amarillas.

Fuente: Bloomberg, FMI, Banco de Pagos Internacionales, IIF, World Federation of Exchanges; cálculos y diseño de los autores.

Anexo 3. Variables de análisis para la estrategia de *momentum* cubierta, cuando Colombia fue ganador

Gráfico 82: Variables de análisis entre 2000-2005 cuando Colombia fue ganador - estrategia cubierta

Variables de análisis entre 2000-2005 cuando Colombia fue ganador - estrategia cubierta (canasta de 2 ganadores, 3 perdedores)¹

País	% de veces que fue ganador junto a Colombia	Calificación crediticia	Calificación crediticia escala S&P	Diferencial de tasas de interés	CDS 5Y	Crecimiento del PIB	Número de empresas listadas	Profundidad (Depth)	Acceso (Access)	Eficiencia (Efficiency)	Flujos de capital
Colombia	100%	55	BB	4.5%	405.12	4.3%	107	0.19	0.36	0.26	0.40
Perú	47%	55	BB	1.0%	265.93	5.0%	226	0.11	0.45	0.08	
India	13%	57.5	BB+	3.6%		8.6%		0.42	0.26	1.00	0.64
Argentina	10%	35	B-	0.6%	348.04	8.9%	106	0.16	0.64	0.12	
Tailandia	10%	65	BBB-	0.5%	132.50	6.7%	398	0.50	0.34	1.00	0.44
Rusia	7%	62.5	BBB-	12.3%	212.14	6.9%		0.41	0.58	0.83	0.47
Chile	3%	85	A	0.0%	24.05	5.7%	244	0.48	0.54	0.18	0.19
Indonesia	3%	45	B+	5.3%		5.7%	334	0.16	0.38	0.41	0.73
Corea	3%	80	A-	2.5%	63.13	7.7%	678	0.57	0.89	1.00	0.52
Filipinas	3%	50	BB-	4.3%	417.17	4.9%	237	0.38	0.43	0.16	0.33
Brasil	0%	47.5	BB-	16.3%	506.37	3.1%	359	0.27	0.38	0.39	0.57
Grecia	0%	85	A	0.4%	11.31	4.5%	318.5	0.35	0.51	0.38	
Egipto	0%	60	BB+			3.6%		0.36	0.33	0.53	
Sudáfrica	0%	70	BBB	5.9%	101.12	4.1%	395.5	0.52	0.32	0.23	0.64
Polonia	0%	75	BBB+	4.3%		3.5%	202	0.13	0.46	0.28	0.58
Pakistán	0%	40	B			6.1%		0.35	0.00	1.00	0.44
Turquía	0%	50	BB-	19.4%	368.09	7.7%	48	0.24	0.37	1.00	0.39
Malasia	0%	80	A-	1.1%	37.24	5.6%	940.5	0.71	0.43	0.32	0.39
México	0%	65	BBB-	5.9%	115.19	0.02	155.5	0.16	0.47	0.28	0.45
China	0%	75	BBB+	3.7%	28.48	10.1%	834	0.21	0.15	0.95	0.22
República Checa	0%	80	A-	0.9%		4.2%	45	0.15	0.03	0.75	0.43
Hungría	0%	80	A-	6.3%	21.56	4.5%	253	0.20	0.55	0.62	0.70
Kuwait	0%	90	A+	2.1%		10.4%		0.50	0.05	0.45	
Catar	0%	90	A+	0.3%	33.73	7.3%		0.75	0.71	0.53	0.18
Arabia Saudita	0%	85	A	0.5%		6.8%		0.33	0.27	0.66	0.25
Taiwán	0%	95	AA-	-0.1%		5.4%	687				0.66
Emiratos Árabes	0%					6.8%		0.23	0.45	0.24	

1. La coloración de cada celda, por variable, asigna los mejores valores hacia tonalidades verdes, los peores propenden a tomar coloraciones rojas y valores cercanos al percentil 50 de la muestra de países se asocian a gamas amarillas.

Fuente: Bloomberg, FMI, Banco de Pagos Internacionales, IIF, World Federation of Exchanges; cálculos y diseño de los autores.

Gráfico 83: Variables de análisis entre 2006-2010 cuando Colombia fue ganador - estrategia cubierta

Variables de análisis entre 2006-2010 cuando Colombia fue ganador - estrategia cubierta (canasta de 2 ganadores, 3 perdedores)¹

País	% de veces que fue ganador junto a Colombia	Calificación crediticia	Calificación crediticia escala S&P	Diferencial de tasas de interés	CDS 5Y	Crecimiento del PIB	Número de empresas listadas	Profundidad (Depth)	Acceso (Access)	Eficiencia (Efficiency)	Flujos de capital
Colombia	100%	60	BB+	4.4%	201.04	3.3%	88	0.16	0.53	0.25	0.40
Rusia	35%	70	BBB	7.3%	58.54	8.2%		0.45	0.69	0.86	0.47
Corea	18%	85	A	1.9%	381.66	0.8%	1794	0.78	0.73	1.00	0.42
Malasia	18%	80	A-	1.9%	201.18	-1.5%	963	0.77	0.52	0.33	0.43
India	12%	65	BBB-	4.6%		8.5%		0.62	0.22	1.00	0.72
Tailandia	12%	75	BBB+	2.7%	278.42	1.7%	525	0.35	0.40	1.00	0.41
Turquía	6%	50	BB-	8.9%	266.61	-4.8%	44	0.34	0.35	1.00	0.26
Brasil	0%	65	BBB-	11.0%	185.94	4.0%	388	0.37	0.40	0.63	0.58
Grecia	0%	80	A-	0.9%	130.65	-0.3%	291	0.54	0.59	0.63	
Egipto	0%	60	BB+			6.8%	368	0.43	0.33	0.98	
Chile	0%	90	A+	0.4%	111.27	3.6%	238	0.46	0.49	0.19	0.20
Indonesia	0%	50	BB-	7.6%	274.14	5.5%	396	0.19	0.36	0.48	0.71
Sudáfrica	0%	75	BBB+	7.4%	198.13	3.2%	401	0.68	0.23	0.33	0.75
Polonia	0%	80	A-	3.4%		4.3%	458	0.21	0.40	0.45	0.58
Argentina	0%	35	B-	11.9%	1959.76	4.1%	110	0.10	0.92	0.08	
Pakistán	0%	30	CCC+			5.0%		0.15	0.00	1.00	0.44
México	0%	75	BBB+	4.4%	201.77	0.01	130	0.23	0.54	0.28	0.45
China	0%	90	A+	5.2%	73.71	9.7%	864	0.46	0.24	1.00	0.22
República Checa	0%	85	A	1.4%		2.7%	37.5	0.17	0.05	0.94	0.43
Hungría	0%	70	BBB	8.4%	317.62	1.1%	249	0.32	0.54	1.00	0.69
Kuwait	0%	95	AA-	2.9%		2.5%		0.61	0.04	0.64	
Perú	0%	65	BBB-	1.9%	200.80	7.5%	238	0.18	0.48	0.12	
Filipinas	0%	50	BB-	3.9%	230.08	4.3%	246	0.40	0.40	0.20	0.33
Catar	0%	95	AA-	5.4%	110.04	17.5%		0.63	0.70	0.75	0.18
Arabia Saudita	0%	95	AA-	1.9%	227.50	2.8%	128	0.52	0.43	1.00	0.25
Taiwán	0%	95	AA-	1.1%		0.8%	723				0.64
Emiratos Árabes	0%				254.28	3.2%		0.51	0.67	0.57	

1. La coloración de cada celda, por variable, asigna los mejores valores hacia tonalidades verdes, los peores propenden a tomar coloraciones rojas y valores cercanos al percentil 50 de la muestra de países se asocian a gamas amarillas.

Fuente: Bloomberg, FMI, Banco de Pagos Internacionales, IIF, World Federation of Exchanges; cálculos y diseño de los autores.

Gráfico 84: Variables de análisis entre 2011-2015 cuando Colombia fue ganador - estrategia cubierta

Variables de análisis entre 2011-2015 cuando Colombia fue ganador - estrategia cubierta (canasta de 13 ganadores, 3 perdedores)¹

País	% de veces que fue ganador junto a Colombia	Calificación crediticia	Calificación crediticia escala S&P	Diferencial de tasas de interés	CDS 5Y	Crecimiento del PIB	Número de empresas listadas	Profundidad (Depth)	Acceso (Access)	Eficiencia (Efficiency)	Flujos de capital
Colombia	100%	65 BBB-		4.1%	112.71	4.8%	83	0.25	0.54	0.14	0.49
Malasia	100%	80 A-		2.9%	103.58	5.4%	928	0.81	0.60	0.36	0.52
Filipinas	100%	60 BB+		3.6%	134.96	6.5%	253	0.55	0.31	0.20	0.34
Corea	97%	85 A		2.9%	98.71	3.2%	1799.5	0.82	0.75	1.00	0.56
Tailandia	89%	75 BBB+		2.6%	125.29	2.7%	546	0.65	0.40	0.96	0.63
Catar	86%	100 AA		4.4%	101.26	5.4%	43	0.61	0.64	0.55	0.18
Indonesia	83%	60 BB+		5.9%	161.26	6.0%	443	0.21	0.32	0.32	0.76
Emiratos Árabes	77%				120.02	4.8%	66	0.47	0.71	0.31	
Arabia Saudita	74%	95 AA-		1.9%		4.5%	157	0.50	0.42	1.00	0.25
Taiwán	74%	95 AA-		1.8%		3.1%	837.5				0.66
Perú	69%	70 BBB		4.1%	131.34	5.9%	257.5	0.20	0.46	0.06	
Sudáfrica	60%	70 BBB		4.9%	172.35	2.2%	384	0.73	0.20	0.30	0.70
Chile	57%	90 A+		4.9%	82.25	5.3%	232	0.46	0.49	0.19	0.27
India	57%	65 BBB-		7.8%		6.5%		0.48	0.22	0.57	0.72
Argentina	51%	37.5 B		9.4%	1279.18	2.4%	105	0.06	0.54	0.07	
Rusia	40%	70 BBB		7.9%	192.37	4.0%	269.5	0.31	0.51	0.50	0.47
Egipto	26%	35 B-		9.6%		2.9%	235	0.13	0.33	0.35	
Brasil	20%	70 BBB		8.4%	128.47	1.9%	370	0.38	0.44	0.81	0.60
Turquía	20%	55 BB		1.4%	163.63	11.2%	52	0.30	0.32	1.00	0.48
China	17%	95 AA-		5.9%	98.25	7.9%	940.5	0.53	0.24	1.00	0.22
Grecia	0%	35 B-		0.6%	1064.29	-5.3%	270	0.50	0.62	0.56	
Polonia	0%	80 A-		4.1%		2.5%	840	0.20	0.39	0.42	0.61
Pakistán	0%	35 B-				3.8%		0.09	0.00	0.17	0.44
México	0%	70 BBB		4.4%	111.24	0.03	136	0.28	0.45	0.31	0.64
República Checa	0%	95 AA-		0.4%		0.9%	27	0.20	0.05	0.94	0.43
Hungría	0%	60 BB+		5.9%	304.03	1.9%	265	0.20	0.55	0.64	0.77
Kuwait	0%	100 AA		2.4%		3.9%		0.56	0.06	0.64	

1. La coloración de cada celda, por variable, asigna los mejores valores hacia tonalidades verdes, los peores propenden a tomar coloraciones rojas y valores cercanos al percentil 50 de la muestra de países se asocian a gamas amarillas.

Fuente: Bloomberg, FMI, Banco de Pagos Internacionales, IIF, World Federation of Exchanges; cálculos y diseño de los autores.

Gráfico 85: Variables de análisis entre 2016-2021 cuando Colombia fue ganador - estrategia cubierta

Variables de análisis entre 2016-2021 cuando Colombia fue ganador - estrategia cubierta (canasta de 2 ganadores, 3 perdedores)¹

País	% de veces que fue ganador junto a Colombia	Calificación crediticia	Calificación crediticia escala S&P	Diferencial de tasas de interés	CDS 5Y	Crecimiento del PIB	Número de empresas listadas	Profundidad (Depth)	Acceso (Access)	Eficiencia (Efficiency)	Flujos de capital
Colombia	100%	65 BBB-		7.1%	223.41	2.1%	70	0.26	0.51	0.15	0.43
Rusia	100%	70 BBB		10.1%	250.52	0.2%	249	0.39	0.48	0.31	0.62
Egipto	0%	35 B-		10.0%		4.3%	254	0.09	0.35	0.47	
Argentina	0%	35 B-		30.4%	435.88	-2.1%	99	0.07	0.56	0.06	
Sudáfrica	0%	65 BBB-		6.6%	295.40	0.4%	374	0.83	0.16	0.46	0.67
Perú	0%	75 BBB+		3.9%	150.32	4.1%	277	0.23	0.39	0.03	
Filipinas	0%	70 BBB		2.6%	114.08	7.1%	264	0.53	0.30	0.17	0.43
Catar	0%	100 AA		4.1%		3.1%	44	0.69	0.88	0.15	0.23
Brasil	0%	55 BB		13.9%	338.51	-3.3%	353	0.40	0.37	0.88	0.64
Grecia	0%	35 B-		-0.4%		-0.2%	224	0.50	0.53	0.46	
Chile	0%	95 AA-		3.1%	104.77	1.7%	310	0.46	0.35	0.13	0.16
Indonesia	0%	60 BB+		6.1%	192.38	5.0%	529	0.25	0.36	0.25	0.89
Polonia	0%	75 BBB+		1.1%		3.1%	896	0.20	0.39	0.42	0.61
Corea	0%	95 AA-		0.9%	59.48	2.9%	1991	0.80	0.73	1.00	0.35
Pakistán	0%	35 B-		5.4%		4.6%		0.14	0.00	0.36	0.45
Turquía	0%	60 BB+		6.9%	255.48	3.3%	44	0.29	0.29	1.00	0.43
Malasia	0%	80 A-		2.9%	161.93	4.5%	904	0.80	0.60	0.32	0.46
México	0%	75 BBB+		3.9%	169.12	0.03	145	0.33	0.42	0.38	0.32
China	0%	95 AA-		4.0%	124.92	6.8%	1106	0.67	0.32	1.00	0.31
República Checa	0%	95 AA-		-0.3%		2.5%	25	0.21	0.04	0.94	0.60
Hungría	0%	60 BB+		0.5%	156.72	2.2%	389	0.18	0.51	0.48	0.66
India	0%	65 BBB-		6.1%		8.3%		0.51	0.19	0.61	0.64
Kuwait	0%	100 AA		1.9%		2.9%		0.72	0.17	0.64	
Arabia Saudita	0%	80 A-		1.6%		1.7%	175	0.62	0.42	0.93	0.25
Taiwán	0%	95 AA-		1.0%		2.2%	902				0.75
Tailandia	0%	75 BBB+		1.1%	117.30	3.4%	644	0.76	0.45	0.97	0.75
Emiratos Árabes	0%					3.1%	68	0.60	0.69	0.26	

1. La coloración de cada celda, por variable, asigna los mejores valores hacia tonalidades verdes, los peores propenden a tomar coloraciones rojas y valores cercanos al percentil 50 de la muestra de países se asocian a gamas amarillas.

Fuente: Bloomberg, FMI, Banco de Pagos Internacionales, IIF, World Federation of Exchanges; cálculos y diseño de los autores.

Anexo 4. Variables de análisis para la estrategia de momentum cubierta, cuando Colombia fue perdedor

Gráfico 86: Variables de análisis entre 2000-2005 cuando Colombia fue perdedor - estrategia cubierta

Variables de análisis entre 2000-2005 cuando Colombia fue perdedor - estrategia cubierta (canasta de 2 ganadores, 3 perdedores) ¹											
País	% de veces que fue ganador junto a Colombia	Calificación crediticia	Calificación crediticia escala S&P	Diferencial de tasas de interés	CDS 5Y	Crecimiento del PIB	Número de empresas listadas	Profundidad (Depth)	Acceso (Access)	Eficiencia (Efficiency)	Flujos de capital
Colombia	100%	55	BB	6.1%	437.33	5.3%		0.18	0.38	0.26	0.41
Filipinas	100%	55	BB	5.8%	461.34	6.6%	236	0.38	0.47	0.14	0.33
Corea	50%	80	A-	2.8%	52.03	5.2%	685	0.60	0.84	1.00	0.68
Taiwán	50%	95	AA-	0.4%		7.0%	675				0.66
Egipto	0%	60	BB+			4.1%		0.38	0.34		0.54
Argentina	0%	5	SD	0.3%		8.9%	109.5	0.15	0.66		0.13
Rusia	0%	60	BB+	13.0%	194.59	7.2%		0.40	0.57	0.81	0.47
Sudáfrica	0%	70	BBB	7.0%	109.71	4.6%	410.5	0.51	0.29	0.23	0.69
Perú	0%	50	BB-	1.5%	308.78	5.0%	230	0.11	0.38	0.07	
Catar	0%	90	A+	0.3%		19.2%		0.73	0.62	0.49	0.18
Brasil	0%	45	B+	15.5%	483.59	5.8%	367	0.28	0.37	0.41	0.61
Grecia	0%	90	A+	1.0%	10.01	5.1%	341.5	0.36	0.57	0.38	
Chile	0%	85	A	0.8%	51.34	7.2%	238	0.48	0.48	0.13	0.22
Indonesia	0%	40	B			5.0%	333	0.17	0.40	0.36	0.69
Polonia	0%	75	BBB+	4.3%		5.1%	189.5	0.15	0.46	0.30	0.61
Pakistán	0%	40	B			7.5%		0.39	0.00	1.00	0.44
Turquía	0%	45	B+	22.5%	352.86	9.8%	50	0.25	0.38	1.00	0.43
Malasia	0%	80	A-	3.5%	41.44	6.8%	913.5	0.74	0.50	0.36	0.39
México	0%	65	BBB-	5.0%	113.03	0.04	159.5	0.18	0.48	0.31	0.45
China	0%	72.5	BBB+	4.3%	31.75	10.2%	784.5	0.23	0.15	1.00	0.22
República Checa	0%	80	A-	1.0%		4.8%	63	0.17	0.05	0.80	0.43
Hungría	0%	80	A-	11.5%	31.35	4.8%	244.5	0.22	0.53	0.60	0.70
India	0%	55	BB	6.0%		7.8%		0.40	0.26	1.00	0.64
Kuwait	0%	90	A+	2.3%		10.8%		0.60	0.05	0.79	
Arabia Saudita	0%	85	A	0.8%		8.0%		0.32	0.28	0.68	0.25
Tailandia	0%	70	BBB	0.3%	36.72	6.3%	421	0.58	0.35	1.00	0.44
Emiratos Árabes	0%					9.6%		0.25	0.59	0.27	

1. La coloración de cada celda, por variable, asigna los mejores valores hacia tonalidades verdes, los peores propenden a tomar coloraciones rojas y valores cercanos al percentil 50 de la muestra de países se asocian a gamas amarillas.

Fuente: Bloomberg, FMI, Banco de Pagos Internacionales, IIF, World Federation of Exchanges; cálculos y diseño de los autores.

Gráfico 87: Variables de análisis entre 2006-2010 cuando Colombia fue perdedor - estrategia cubierta

Variables de análisis entre 2006-2010 cuando Colombia fue perdedor - estrategia cubierta (canasta de 2 ganadores, 3 perdedores) ¹											
País	% de veces que fue ganador junto a Colombia	Calificación crediticia	Calificación crediticia escala S&P	Diferencial de tasas de interés	CDS 5Y	Crecimiento del PIB	Número de empresas listadas	Profundidad (Depth)	Acceso (Access)	Eficiencia (Efficiency)	Flujos de capital
Colombia	100%	60	BB+	4.3%	129.00	4.5%	92	0.19	0.53	0.20	0.40
Argentina	44%	45	B+	6.4%	464.85	6.5%	111	0.12	0.97	0.10	
Tailandia	39%	75	BBB+	-1.3%	37.23	5.4%	520	0.48	0.40	0.68	0.48
Rusia	33%	75	BBB+	5.4%	85.25	6.9%		0.53	0.61	0.79	0.47
Corea	33%	85	A	-0.8%	16.93	5.8%	1702	0.70	0.72	1.00	0.65
Turquía	17%	50	BB-	13.3%	268.99	0.8%	42	0.20	0.39	1.00	0.23
Chile	11%	90	A+	3.8%	64.30	3.6%	239	0.37	0.49	0.26	0.24
Malasia	6%	80	A-	2.1%	80.95	7.5%	960	0.80	0.55	0.34	0.67
India	6%	65	BBB-	3.3%		9.8%		0.61	0.17	0.75	0.87
Perú	6%	60	BB+	3.5%	92.66	9.1%	231	0.15	0.48	0.12	
Filipinas	6%	50	BB-	3.9%	168.55	7.3%	250	0.51	0.32	0.17	0.33
Brasil	0%	60	BB+	7.4%	97.41	6.1%	389.5	0.46	0.42	0.70	0.66
Grecia	0%	85	A	-0.6%	10.09	-0.3%	287.5	0.50	0.59	0.72	
Egipto	0%	60	BB+			7.1%	513.5	0.43	0.33	0.53	
Indonesia	0%	50	BB-	3.8%	159.81	6.4%	347	0.23	0.35	0.54	0.74
Sudáfrica	0%	75	BBB+	5.6%	55.75	3.2%	392	0.68	0.22	0.37	0.67
Polonia	0%	80	A-	0.1%		4.3%	342	0.22	0.38	0.51	0.56
Pakistán	0%	45	B+			5.0%		0.15	0.01	1.00	0.44
México	0%	70	BBB	2.8%	59.60	0.02	132	0.25	0.54	0.35	0.45
China	0%	85	A	2.7%	24.45	10.6%	855.5	0.57	0.24	1.00	0.22
República Checa	0%	82.5	A	-1.4%		2.7%	31	0.17	0.03	0.94	0.43
Hungría	0%	75	BBB+	2.9%	33.86	0.7%	259	0.28	0.54	1.00	0.71
Kuwait	0%	95	AA-	1.6%		2.5%		0.62	0.10	0.64	
Catar	0%	95	AA-	0.9%	19.52	17.7%		0.64	0.68	0.75	0.18
Arabia Saudita	0%	95	AA-	0.9%		5.0%	139	0.52	0.46	1.00	0.25
Taiwán	0%	95	AA-	-1.4%		6.9%	692				0.65
Emiratos Árabes	0%				114.80	3.2%		0.51	0.65	0.45	

1. La coloración de cada celda, por variable, asigna los mejores valores hacia tonalidades verdes, los peores propenden a tomar coloraciones rojas y valores cercanos al percentil 50 de la muestra de países se asocian a gamas amarillas.

Fuente: Bloomberg, FMI, Banco de Pagos Internacionales, IIF, World Federation of Exchanges; cálculos y diseño de los autores.

Gráfico 88: Variables de análisis entre 2011-2015 cuando Colombia fue perdedor - estrategia cubierta

Variables de análisis entre 2011-2015 cuando Colombia fue perdedor - estrategia cubierta (canasta de 13 ganadores, 3 perdedores)¹

País	% de veces que fue ganador junto a Colombia	Calificación crediticia	Calificación crediticia escala S&P	Diferencial de tasas de interés	CDS 5Y	Crecimiento del PIB	Número de empresas listadas	Profundidad (Depth)	Acceso (Access)	Eficiencia (Efficiency)	Flujos de capital
Colombia	100%	70	BBB	4.4%	160.30	3.7%	74	0.22	0.52	0.15	0.45
Perú	90%	75	BBB+	3.1%	137.00	2.8%	259	0.20	0.44	0.04	
Emiratos Árabes	30%					5.1%	67	0.57	0.70	0.33	
Egipto	20%	35	B-	9.1%		4.4%	251	0.11	0.31	0.32	
Rusia	20%	65	BBB-	7.9%	246.66	0.7%	260.5	0.23	0.48	0.50	0.42
Malasia	20%	80	A-	3.1%	128.29	5.0%	903.5	0.81	0.58	0.35	0.35
Brasil	10%	60	BB+	14.1%	416.57	-3.5%	359	0.33	0.44	1.00	0.47
Corea	10%	90	A+	1.9%	56.14	3.2%	1829	0.80	0.73	1.00	0.52
Grecia	0%	30	CCC+	-0.1%	2574.30	0.2%	243	0.53	0.67	0.61	
Chile	0%	95	AA-	2.9%	87.45	2.0%	310	0.44	0.44	0.13	0.23
Indonesia	0%	60	BB+	7.4%	168.49	4.9%	511	0.24	0.34	0.26	0.72
Sudáfrica	0%	65	BBB-	5.6%	209.14	1.5%	380.5	0.77	0.18	0.35	0.65
Polonia	0%	80	A-	1.4%		3.6%	905	0.20	0.39	0.43	0.56
Argentina	0%	5	SD	25.9%	4055.55	0.1%	99	0.06	0.51	0.06	
Pakistán	0%	35	B-	6.4%		4.1%		0.10	0.00	0.25	0.43
Turquía	0%	60	BB+	7.1%	222.24	5.5%	46	0.31	0.34	1.00	0.27
México	0%	75	BBB+	2.9%	125.63	0.03	138.5	0.29	0.44	0.31	0.49
China	0%	95	AA-	4.9%	90.15	7.1%	1064	0.65	0.28	1.00	0.22
República Checa	0%	95	AA-	-0.1%		3.8%	23.5	0.21	0.06	0.94	0.45
Hungría	0%	60	BB+	1.5%	153.89	4.0%	254.5	0.17	0.52	0.54	0.61
India	0%	65	BBB-	7.3%		7.7%		0.54	0.20	0.58	0.65
Kuwait	0%	100	AA	1.9%		0.5%	0	0.63	0.09	0.64	
Filipinas	0%	70	BBB	3.9%	92.53	6.3%	263	0.55	0.31	0.19	0.24
Catar	0%	100	AA	4.4%	61.32	5.0%	43	0.61	0.64	0.28	0.20
Arabia Saudita	0%	95	AA-	1.9%		3.9%	170.5	0.60	0.40	1.00	0.25
Taiwán	0%	95	AA-	1.8%		3.1%	884				0.56
Tailandia	0%	75	BBB+	1.4%	103.34	2.1%	622.5	0.72	0.39	0.90	0.40

\1. La coloración de cada celda, por variable, asigna los mejores valores hacia tonalidades verdes, los peores propenden a tomar coloraciones rojas y valores cercanos al percentil 50 de la muestra de países se asocian a gamas amarillas.

Fuente: Bloomberg, FMI, Banco de Pagos Internacionales, IF, World Federation of Exchanges; cálculos y diseño de los autores.

Gráfico 89: Variables de análisis entre 2016-2021 cuando Colombia fue perdedor - estrategia cubierta

Variables de análisis entre 2016-2021 cuando Colombia fue perdedor - estrategia cubierta (canasta de 2 ganadores, 3 perdedores)¹

País	% de veces que fue ganador junto a Colombia	Calificación crediticia	Calificación crediticia escala S&P	Diferencial de tasas de interés	CDS 5Y	Crecimiento del PIB	Número de empresas listadas	Profundidad (Depth)	Acceso (Access)	Eficiencia (Efficiency)	Flujos de capital
Colombia	100%	65	BBB-	1.6%	122.64	1.4%	68	0.25	0.52	0.14	0.44
Egipto	86%	40	B	8.8%		4.1%	243	0.12	0.34	0.42	
Argentina	43%	30	CCC+	37.9%	593.98	-11.8%					
Rusia	14%	60	BB+	7.1%	133.77	1.8%	235	0.32	0.47	0.28	0.47
Sudáfrica	14%	60	BB+	6.1%	193.83	1.4%	375	0.76	0.45	0.31	0.71
Perú	14%	75	BBB+	3.6%	208.20	4.1%	280	0.23	0.39	0.03	
Filipinas	14%	75	BBB+	2.1%	48.38	-8.3%	271				0.19
Catar	14%	95	AA-	3.9%		-1.5%	45	0.59	0.90	0.17	0.24
Brasil	0%	50	BB-	2.6%	205.86	-3.3%	349	0.40	0.45	0.84	0.59
Grecia	0%	50	BB-	-0.1%		-0.2%	176	0.50	0.62	0.40	
Chile	0%	90	A+	0.4%	55.12	1.2%	294	0.49	0.39	0.14	0.21
Indonesia	0%	70	BBB	3.6%	97.77	5.0%	634.5	0.26	0.37	0.23	0.79
Polonia	0%	80	A-	0.0%		3.1%	812	0.21	0.44	0.41	0.56
Corea	0%	100	AA	0.4%	24.82	2.9%	2306	0.82	0.65	1.00	0.53
Pakistán	0%	35	B-	6.9%		4.6%		0.14	0.00	0.36	0.43
Turquía	0%	45	B+	8.6%	321.47	3.3%	45	0.32	0.32	1.00	0.34
Malasia	0%	80	A-	1.6%	48.40	4.5%	930	0.83	0.60	0.34	0.44
México	0%	70	BBB	4.1%	107.66	0.02	145	0.33	0.43	0.35	0.43
China	0%	90	A+	3.7%	40.19	6.8%	1746	0.68	0.26	1.00	0.33
República Checa	0%	95	AA-	0.1%		2.5%	55	0.21	0.05	0.94	0.50
Hungría	0%	70	BBB	0.5%	164.85	2.2%	376	0.18	0.54	0.44	0.64
India	0%	65	BBB-	3.9%		7.0%		0.54	0.19	0.61	0.71
Kuwait	0%	95	AA-	1.4%		-4.7%	171	0.71	0.20	0.64	
Arabia Saudita	0%	80	A-	0.9%	77.05	-0.7%	207	0.56	0.44	0.75	0.24
Taiwán	0%	95	AA-	1.0%		2.2%	959				0.54
Tailandia	0%	75	BBB+	0.4%	42.18	3.4%	725	0.76	0.45	0.85	0.46
Emiratos Árabes	0%	95	AA-		45.35	2.4%	69	0.59	0.81	0.24	

\1. La coloración de cada celda, por variable, asigna los mejores valores hacia tonalidades verdes, los peores propenden a tomar coloraciones rojas y valores cercanos al percentil 50 de la muestra de países se asocian a gamas amarillas.

Fuente: Bloomberg, FMI, Banco de Pagos Internacionales, IIF, World Federation of Exchanges; cálculos y diseño de los autores.

Gráfico 90: Descripción de las variables

	Calificación crediticia	Diferencial de tasas de interés	CDS 5Y	Crecimiento del PIB	Número de empresas listadas	Profundidad (Depth)	Acceso (Access)	Eficiencia (Efficiency)	Flujos de capital
Definición de la variable	Las calificaciones se toman de la escala de Standard & Poor's donde para propósitos de este documento se expresa numéricamente. Teniendo en cuenta que la escala de calificación crediticia tiene 23 opciones que van desde AAA, o calificación máxima, a SD -- selective default --, la más baja, a la mayor se le asigna un valor de 110 y a la menor 0, de manera que la distancia entre cada calificación es de 5. Por ejemplo AAA equivale a 110 y la siguiente, AA+, es 105 y así, sucesivamente hasta llegar a SD que corresponde a un 0.	El diferencial de tasas de interés se calcula como la resta entre la tasa de interés local y la tasa de interés de Estados Unidos. Se tienen en cuenta la tasa de interés de política monetaria del banco central de cada país.	Se tomaron los CDS a 5 años en dólares disponibles en Bloomberg que contaran con la misma fuente de datos y se toma el promedio mensual de la variable.	Se toma el crecimiento porcentual del PIB anual a precios constantes.	Se toman los datos del número de empresas que tienen acciones listadas en una bolsa. Se incluyen tanto empresas nacionales, como extranjeras.	El indicador es construido por el FMI teniendo en cuenta las siguientes variables: i) capitalización bursátil/PIB, ii) monto negociado en acciones/PIB, iii) títulos de deuda externa del gobierno/PIB, iv) títulos de deuda de compañías financieras/PIB y v) títulos de deuda de compañías no financieras/PIB. El indicador construido, luego de un proceso de normalización de las variables toma valores entre 0 y 1.	El indicador es construido por el FMI teniendo en cuenta las siguientes variables: i) porcentaje de la capitalización bursátil, quitando a las 10 empresas más grandes, ii) número total de emisores de deuda (locales y externos, financieros y no financieros). El indicador construido, luego de un proceso de normalización de las variables toma valores entre 0 y 1.	El indicador es construido por el FMI teniendo en cuenta la variable de turnover (monto negociado en acciones negociadas/capitalización bursátil). El indicador construido, luego de un proceso de normalización de las variables toma valores entre 0 y 1.	En cada periodo se construye para cada país un indicador a partir los flujos mensuales de inversión de portafolio neta de inversionistas extranjeros hacia deuda y acciones, de la siguiente manera: (valor de la variable en el periodo - mínimo histórico)/(máximo histórico - mínimo histórico). Se tiene en cuenta el flujo total (deuda+acciones) debido a que no todos los países cuentan con el flujo desagregado solo para acciones.
Frecuencia	Mensual, se toma el dato al final del periodo	Mensual, se toma el dato al final del periodo	Promedio mensual	Anual	Mensual, al final del periodo	Anual	Anual	Anual	Mensual
Fecha de corte de la información	Junio de 2021	Junio de 2021	Junio de 2021	Diciembre de 2020	Junio de 2021	Diciembre de 2018	Diciembre de 2018	Diciembre de 2018	Junio de 2021
Observaciones	Para Emiratos Árabes se tomó la calificación de Fitch.	No se cuenta con datos para Emiratos Árabes.	No se cuentan con datos para: Egipto, República Checa, India, Kuwait, Pakistán, Polonia, Taiwán.		No se cuenta con datos para India y Pakistán.	No se cuenta con datos para Taiwán.	No se cuenta con datos para Taiwán.	No se cuenta con datos para Taiwán.	No se cuenta con información para Egipto, Grecia, Kuwait, Perú y Emiratos Árabes.
Fuente	Bloomberg	Fondo Monetario Internacional (FMI) - IFS, Banco de pagos internacionales.	Bloomberg	FMI - WEO	World Federation of Exchanges	FMI	FMI	FMI	Institute of International Finance

Referencias

Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). *Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency*. *The Journal of Finance*, 48(1), 65-91.

Svirydzenka, K. (2016). *Fondo Monetario Internacional*. Obtenido de <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1605.pdf>

Recuadro 2. La relación entre los niveles de impuestos y la participación de extranjeros en mercados locales de deuda pública

Por: Juan Pablo Maya y Andrés Murcia¹

La participación de inversionistas extranjeros en los mercados de deuda locales de las economías emergentes ha aumentado considerablemente en las últimas décadas. Esta dinámica tiene diferentes efectos macroeconómicos y financieros. Por un lado, una mayor presencia de extranjeros contribuye a la reducción de costos de endeudamiento para los gobiernos. Dado que los gobiernos han incrementado la emisión de títulos en moneda local, el riesgo cambiario es asumido por los mismos inversionistas extranjeros, evitando lo que comúnmente se llama el pecado original. Para los inversionistas extranjeros, por su parte, tener mayores opciones de inversión incrementa las posibilidades de diversificación del riesgo. No obstante, una mayor presencia de inversionistas extranjeros puede igualmente exponer a los gobiernos a riesgo de fondeo, particularmente en tiempos de crisis, en tanto que el aumento de los rendimientos de los bonos muchas veces está acompañado de escenarios de depreciación de la moneda local, y liquidación de posiciones por parte de los inversionistas desestabilizando los mercados locales. De igual forma, las economías se vuelven más sensibles a cambios en la disponibilidad de capitales extranjeros y al ciclo financiero global. Trabajos recientes como el de Romero, Vargas, Cardozo, y Murcia (2020) profundizan en los efectos que los flujos de capital provenientes del extranjero y en particular el efecto que tiene una mayor participación de extranjeros sobre las condiciones financieras locales en Colombia. Estos autores encuentran que una mayor participación de extranjeros ha generado una reducción en las tasas de interés de los bonos y del crédito, así como una mayor oferta de préstamos bancarios. Igualmente encuentran evidencia de una mayor sensibilidad de las tasas locales a los factores externos por cuenta de esta mayor participación de los extranjeros en los mercados financieros locales en Colombia.

Las decisiones de inversión de los agentes extranjeros participantes de los mercados de deuda pública están normalmente asociadas con factores como el retorno y el riesgo de los activos, así como con el horizonte de inversión de los agentes, la liquidez de los instrumentos, índices de inversión y en general los factores que pueden afectar la evolución de los precios de los activos y su volatilidad. En el caso de la deuda soberana las variables macroeconómicas del país tales como los determinantes y las expectativas del crecimiento económico, la inflación, la situación fiscal, el balance externo y de los riesgos de la economía, son variables que los inversionistas siguen muy de cerca para tomar posiciones en un país determinado. Existe una amplia literatura que busca cuantificar la importancia de los determinantes de inversión para las economías emergentes encontrando que variables tales como los diferenciales de tasas de interés y de crecimiento (Koepke 2014; Cerutti et al. 2015), el nivel de impuestos (Amiram & Frank 2010; Chan & Covrig 2005), el sentimiento global de aversión al riesgo (Koepke 2015), y el crecimiento de economías avanzadas (Cerutti et al. 2015; REO 2017) determinan en gran medida la participación de extranjeros en los mercados de deuda pública local. Algunos trabajos recientes reportan que estas variables afectan diferente a los distintos tipos de inversionistas (Romero, 2020).

¹ Los autores son estudiante en práctica y director de la Unidad de Asuntos Internacionales del Banco de la República, respectivamente. Se agradecen los comentarios y sugerencias de Pamela Cardozo, Sebastián Rojas, Carlos Quicazán y Freddy Gamboa a una versión anterior del documento. Los errores y omisiones son responsabilidad de los autores y no comprometen al Banco de la República, ni a su Junta Directiva.

El nivel de impuestos que aplica a la tenencia por parte de los extranjeros es un factor relevante pues determina el nivel de ganancias netas que puede obtener un inversionista por participar en un mercado. Una mayor tasa impositiva podría generar un atractivo menor para el inversionista, pues las ganancias efectivas de capital por valorización podrían ser menores. Inversamente, una tasa impositiva baja puede generar incentivos a los inversionistas extranjeros para tener una mayor participación en los mercados locales. A pesar de la importancia potencial de este factor, no existen muchos trabajos que evalúen, al menos para el mercado de deuda pública, la importancia de los niveles impositivos en la determinación de la participación de extranjeros.

La literatura económica ha estudiado el efecto de los impuestos en la participación de extranjeros en los mercados financieros, no obstante, los análisis se concentran en el mercado de acciones. Tras analizar este mercado, se ha observado que aquellos países con políticas impositivas favorables de retención en la fuente sobre ingresos de dividendos cuentan con mayores inversiones extranjeras de portafolio (Amiram & Frank 2010; Chan & Covrig 2005, Desai & Dharmapala 2011). De igual forma, en el caso estadounidense se ha encontrado que los inversionistas tienden a alejarse de inversiones en el extranjero cuando la retención en la fuente es alta en los países de destino (Ammer, Smith & Warnock 2012).

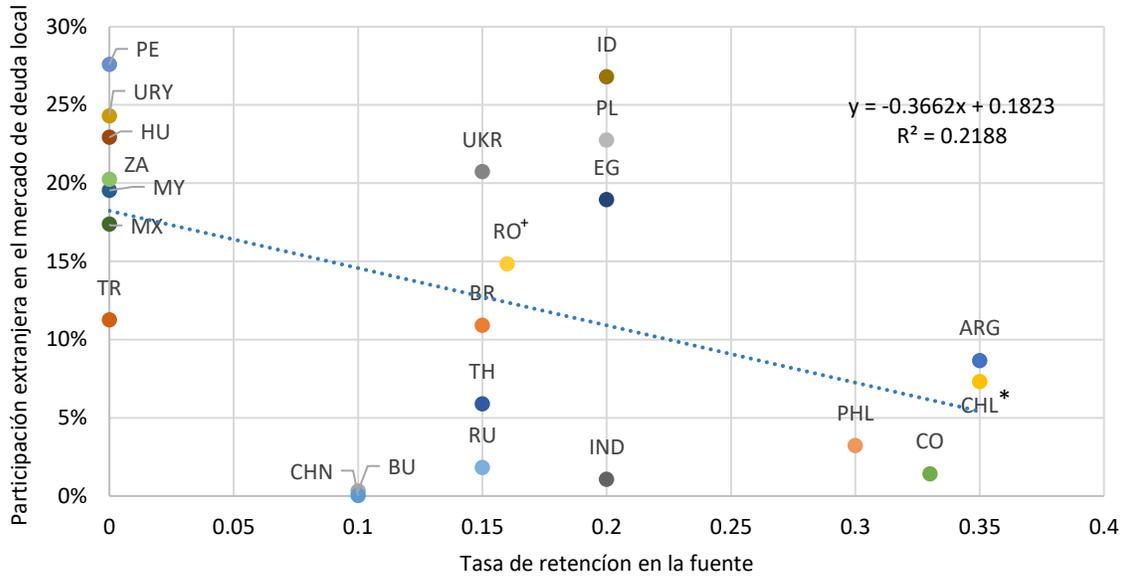
Este recuadro indaga sobre la correlación que tiene la retención en la fuente² para los rendimientos en inversiones de títulos de deuda pública por parte de extranjeros, con la participación de los extranjeros en el mercado local de deuda pública. Luego se identifican algunas jurisdicciones que tuvieron cambios en los impuestos comparando los años 2010 y 2019, y se identifican los cambios en torno a la participación de extranjeros en los respectivos mercados de deuda local. Para este análisis, se tiene en cuenta los casos particulares de las 22 economías emergentes evaluadas por Arslanalp y Tsuda (2014) en su artículo *Tracking global demand for emerging market sovereign debt*.³

En primer lugar, se encuentra que el nivel de impuestos puede afectar las tenencias de los extranjeros en el mercado de deuda local. Se puede observar que los niveles de los impuestos que aplican para los extranjeros en el mercado de deuda pública están asociados inversamente con la participación de extranjeros en dicho mercado. En particular, se evidencia que los países con menores impuestos en 2010 y 2019 tenían mayor participación de extranjeros en sus mercados de deuda locales (Gráfico 1 para 2010 y Gráfico 2 para 2019). Vale la pena aclarar que la relación encontrada no controla por otros factores que pudieron afectar la participación de extranjeros en el mercado local como el cambio en los índices de bonos de deuda, los niveles de tasas de interés, la aversión al riesgo internacional, entre otros factores. Adicionalmente se observa que el nivel de correlación entre estas variables disminuye de manera significativa entre los dos años analizados (Gráfico 1 y Gráfico 2). Aún en el 2010, el nivel de asociación de las variables no es muy alto, lo que se puede evidenciar en que existen, por ejemplo, países que contaban con niveles de impuestos cercanos a 15%, exhibían una participación similar a países que no tenían impuestos para ese año. Adicionalmente, se observa una alta dispersión en 2019 en torno a la participación de extranjeros entre los países que cuentan con unos niveles de 0% en sus impuestos. Todo esto sugiere que existen otras variables que pueden explicar en mayor medida la tenencia de extranjeros en los mercados que la tasa impositiva aplicable a estos agentes.

² En este recuadro se utiliza el impuesto aplicable al pago de intereses de deuda pública. Para el año 2019, los datos de este impuesto se toman del *Summary of worldwide taxation of income and gains derived from listed securities*, de la serie documental de *Global Withholding Taxes* de la firma consultora KPMG. Debido a que esta serie sólo está disponible a partir de 2018, los datos para el año 2010, se toman del documento *Corporate Taxes 2010-2011* de los *Worldwide Tax Summaries* de la firma consultora *Price Waterhouse Coopers*.

³ Este documento está acompañado de una base de datos que recopila información sobre las tenencias de deuda soberana por parte de inversionistas extranjeros.

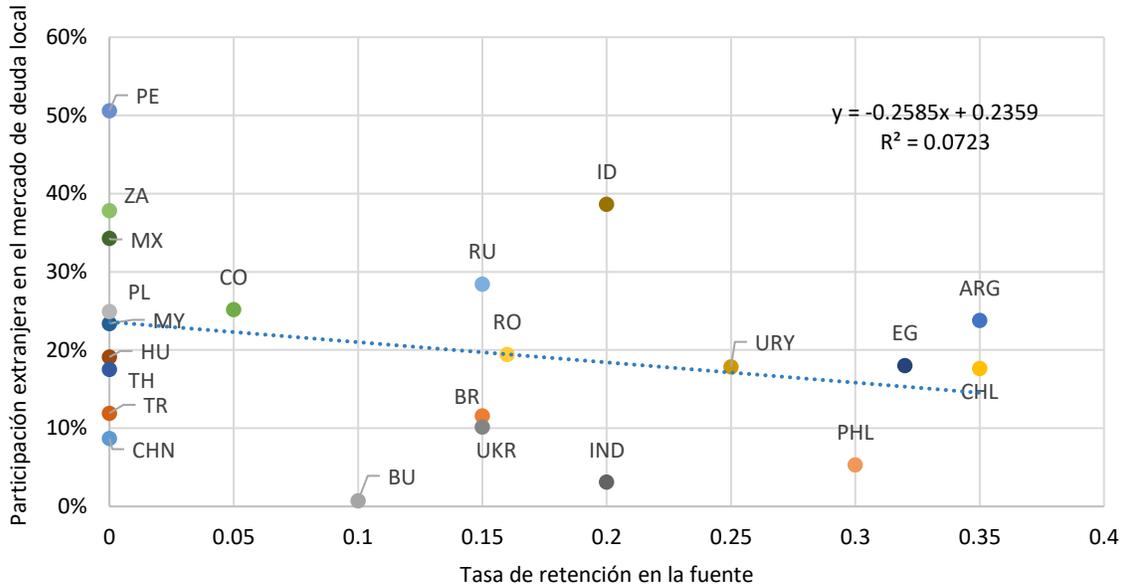
Gráfico 1. Participación extranjera en el mercado de deuda pública en moneda local (% del total) vs. Retención en la fuente (2010)



Fuente: Price Waterhouse Coopers (2010). *Corporate Taxes 2010-2011*. Worldwide Tax Summaries; Base de datos de Arslanalp, M. S., & Tsuda, M. T. (2014). *Tracking global demand for emerging market sovereign debt*. Fondo Monetario Internacional.

*Datos de 2013; +Datos de 2011

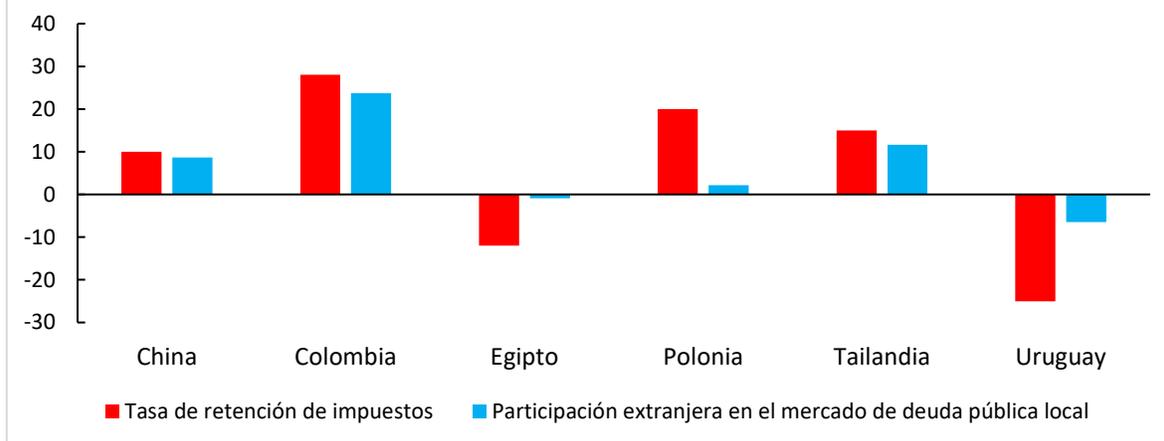
Gráfico 2. Participación extranjera en el mercado de deuda pública en moneda local (% del total) vs. Retención en la fuente (2019)



Fuente: KPMG (2019). *Summary of worldwide taxation of income and gains derived from listed securities*, Global Withholding Taxes; Base de datos de Arslanalp, M. S., & Tsuda, M. T. (2014). *Tracking global demand for emerging market sovereign debt*. Fondo Monetario Internacional.

En línea con lo anterior, el Gráfico 3 muestra que en China, Colombia y Tailandia se observaron reducciones de impuestos entre 2010 y 2019, junto a aumentos de la participación extranjera en los mercados locales de deuda. Por el contrario, en Uruguay se dieron aumentos en las tasas impositivas en el mismo periodo y la participación de extranjeros en los mercados locales de deuda disminuyó (Gráfico 3). En cambio, en Polonia y Egipto los cambios en los impuestos estuvieron acompañados de variaciones muy bajas en la tenencia de extranjeros.

Gráfico 3. Cambios en participación extranjera en el mercado de deuda local y disminución de tasa de retención de impuestos
(puntos porcentuales)



Fuente: Base de datos de pesos en el JPMorgan GBI-EM; Base de datos de Arslanalp, M. S., & Tsuda, M. T. (2014). *Tracking global demand for emerging market sovereign debt*. Fondo Monetario Internacional. Un valor positivo de la barra roja indica una disminución en la tasa impositiva aplicable a los extranjeros.

Conclusiones

Se encuentra una relación leve y negativa entre el nivel de impuestos de retención en la fuente para los rendimientos en inversiones de títulos de deuda pública por parte de extranjeros, y la participación de extranjeros en el mercado local de deuda pública. Adicionalmente, la literatura demuestra que los impuestos son un factor determinante a la hora de tomar decisiones de inversión, por lo que si son más altos podrían limitar la participación de los inversionistas extranjeros en los mercados locales de deuda pública.

Referencias:

Amiram, D., & Frank, M. M. (2010). The effects of the taxation of dividends on the allocation of foreign portfolio investment around the world.

Ammer, J., Holland, S. B., Smith, D. C., & Warnock, F. E. (2012). US international equity investment. *Journal of Accounting Research*, 50(5), 1109-1139.

Arslanalp, M. S., & Tsuda, M. T. (2014). Tracking global demand for emerging market sovereign debt. International Monetary Fund.

Base de datos de pesos en el JPMorgan GBI-EM, proporcionada por J.P. Morgan

Cerutti, E., Claessens, S., and Puy, D, (2015) "Push Factors and Capital Flows to Emerging markets: Why knowing your Lender matters more than Fundamentals" IMF Working Paper No. 15/127 (Washington: International Monetary Fund).

Chan, K., Covrig, V., & Ng, L. (2005). What determines the domestic bias and foreign bias? Evidence from mutual fund equity allocations worldwide. *The Journal of Finance*, 60(3), 1495-1534

Desai, M. A., & Dharmapala, D. (2011). Dividend taxes and international portfolio choice. *The Review of Economics and Statistics*, 93(1), 266-284.

FMI, (2017) "Regional Economic Outlook: Western Hemisphere. Tale of two Adjustments" Capítulo 4, Mayo 2017.

Koepke, R. (2014) Fed policy expectations and portfolio flows to emerging markets. IIF Working Paper.

Koepke, R. (2015) What drives capital flows to emerging markets? A survey of the empirical literature. IIF Working Paper, April, Washington D.C.

KPMG (2019). Summary of worldwide taxation of income and gains derived from listed securities, Global Withholding Taxes

OCDE (2021), Glossary of tax terms, <https://www.oecd.org/ctp/glossaryoftaxterms.htm>

Price Waterhouse Coopers (2010). Corporate Taxes 2010-2011. Worldwide Tax Summaries

Romero, D. (2020). Tenencias de deuda pública local de economías emergentes por parte de extranjeros: El rol de los diferentes tipos de inversionistas. Tesis para obtener la Maestría en Economía. Universidad de los Andes. Disponible en: <https://repositorio.uniandes.edu.co/handle/1992/48446>

Romero, JV; H. Vargas; P. Cardozo; A. Murcia (2020) “How Foreign Participation in the Colombian Local Public Debt Market has Influenced Domestic Financial Conditions” BIS Papers chapters, in: Bank for International Settlements (ed.), Financial market development, monetary policy and financial stability in emerging market economies, volume 113, pages 83-119, Bank for International Settlements.