

N° 47- 2022

Marzo

INFORME ESPECIAL

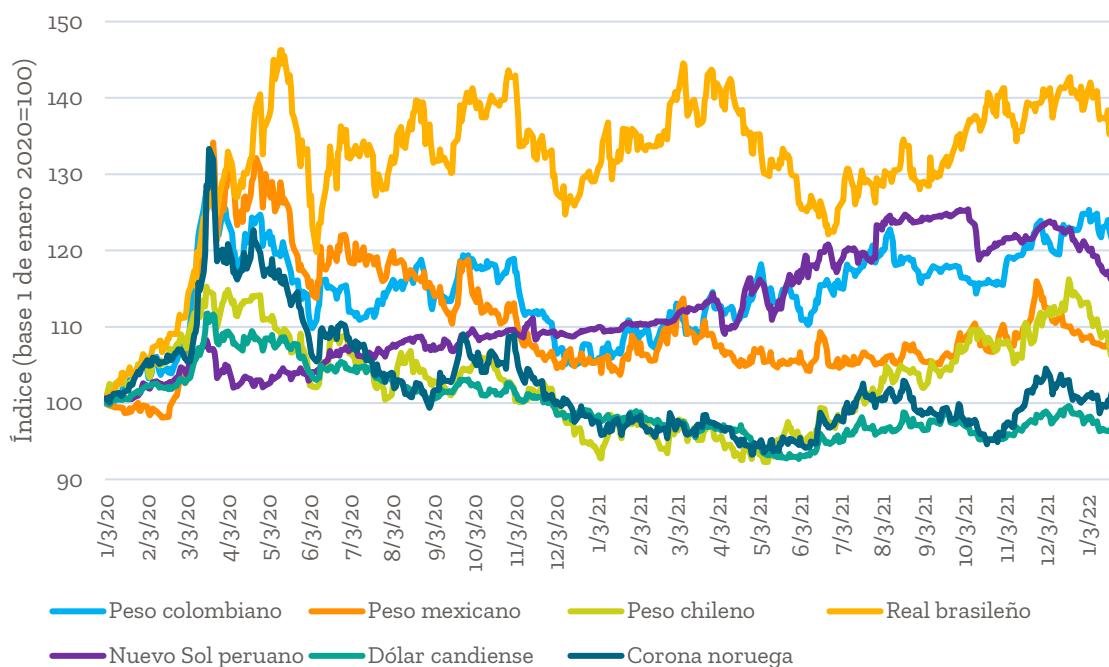
Colombia y Latinoamérica en los mercados financieros internacionales

Colombia y Latinoamérica en los mercados financieros internacionales

Isaac Hurtado Rivera¹

Los países considerados con economías emergentes son percibidos por los mercados financieros internacionales con una dualidad muy interesante. Por un lado, dada la alta dependencia en exportaciones de materias primas y su relativa debilidad institucional, estas economías suelen ser muy atractivas para los inversionistas en su búsqueda de rentabilidad. Por otro lado, a la menor señal de alarma o de aumentos de incertidumbre, estos capitales huyen buscando activos mucho más seguros, aunque con una menor rentabilidad.

Figura 1



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

El inicio de las cuarentenas alrededor del mundo en marzo de 2020 generó un ambiente de incertidumbre y pánico en los mercados financieros que desencadenó una salida

¹ Magíster en Economía e integrante del Grupo de Coyuntura Económica de la Universidad EAFIT. E-mail: ihurtado@eafit.edu.co

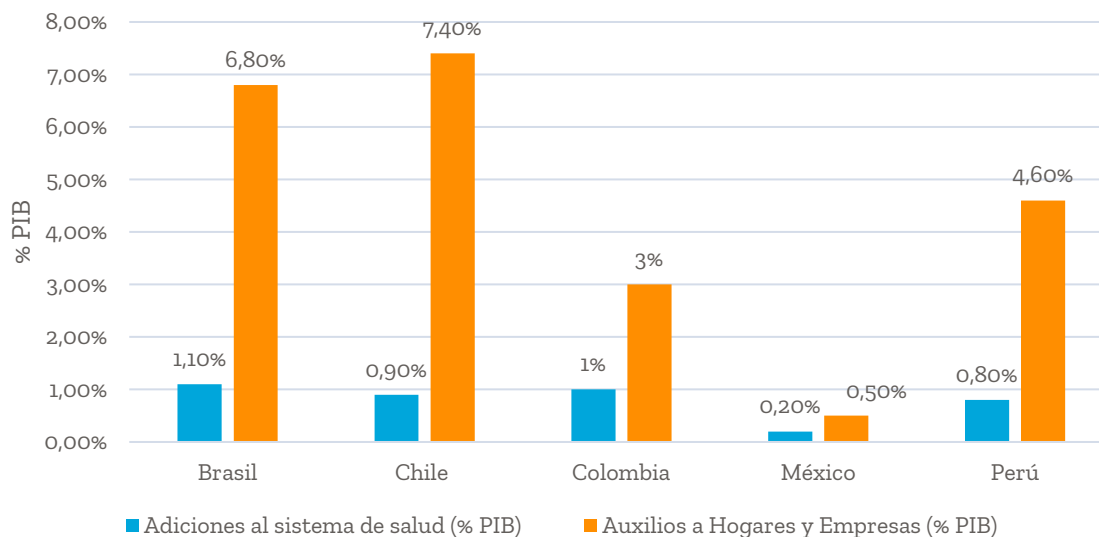
INFORME ESPECIAL

ANÁLISIS DE COYUNTURA



abrupta de capitales de economías emergentes como las de Latinoamérica, en gran parte por la liquidación de activos de renta variable y renta fija que estaban en manos de fondos internacionales, que a su vez demandan dólares para llevarse el capital. En la **Figura 1**, se observa la presión que tuvo este fenómeno en la tasa de cambio del peso colombiano (línea azul claro), el real brasileño (línea amarilla), el peso mexicano (línea naranja), el peso chileno (línea verde), el nuevo sol peruano (línea morada).

Figura 2. Adiciones al sistema de salud y auxilios a las empresas y hogares (% PIB).



Fuente: Marco Fiscal de Mediano Plazo (Minhacienda, 2021)

El cierre parcial de las economías a nivel mundial, especialmente de las más grandes como la de China, tuvo un efecto considerable en el precio de las materias primas como el petróleo, pues su oferta superaba notablemente la demanda, llevando a que la moneda de transacción del barril de petróleo (el dólar) se viera fortalecida a nivel mundial, a pesar de la baja en las tasas de interés de la política monetaria en Estados Unidos. Esto es especialmente importante para los países latinoamericanos que dependen de *commodities* como Colombia y Brasil con el petróleo o como Chile con el cobre. En la **Figura 1** se incluye el dólar canadiense (línea verde) y la corona noruega (línea azul oscura); que a pesar de ser de economías avanzadas, son igualmente dependientes del petróleo y que también se vieron depreciadas frente al dólar estadounidense ante la emergencia sanitaria y la caída en el precio del petróleo, es decir, tanto economías avanzadas como emergentes sufrieron las consecuencias de la incertidumbre en los mercados.

Para mediados de 2020, se observa que a medida que las restricciones sanitarias disminuían y la actividad económica se iba retomando, las monedas fueron apreciándose poco a poco. Sin embargo, dada la emergencia económica y sanitaria los gobiernos a nivel mundial se vieron obligados a aumentar el gasto en forma de adecuación del sistema de salud, con proyectos de infraestructura tempranos en

INFORME ESPECIAL

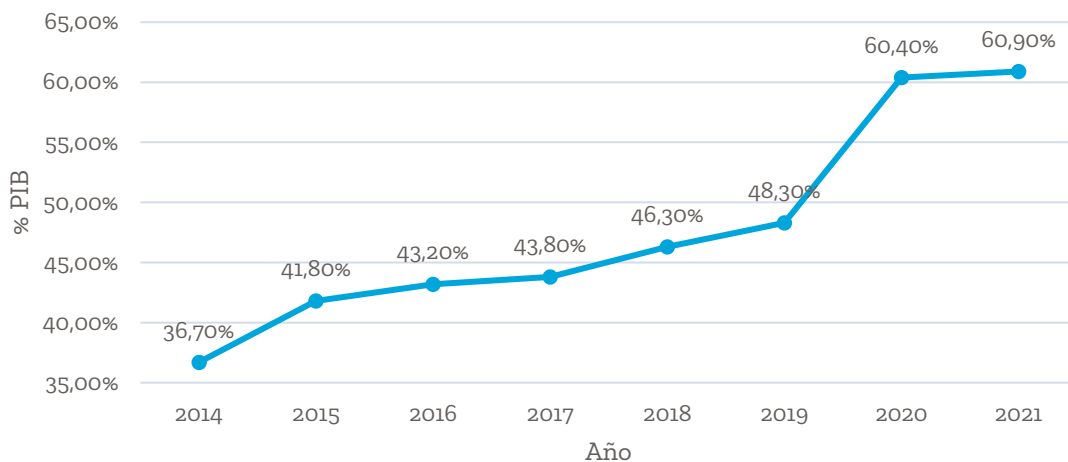
ANÁLISIS DE COYUNTURA

■■■

algunos casos, y subsidios a la población vulnerable, desempleados o empresas con el fin de acelerar la reactivación y amortiguar el impacto de la crisis sanitaria en la economía. Según la **Figura 2**, los gobiernos de la región, en promedio gastaron alrededor de 4,27 % del Producto Interno Bruto (PIB) en subsidios a empresas y personas, y 0,8 % en mejoras o adecuación del sistema de salud, en el caso colombiano estos porcentajes fueron 3 % y 1 % respectivamente.

Aunque, en general, los países pudieron acceder a créditos a tasas bajas en los mercados financieros durante el peor momento de la pandemia, según el Marco Fiscal de Mediano Plazo del 2021 (Minhacienda, 2021), los países desarrollados tuvieron una mayor capacidad de endeudamiento para sus políticas fiscales expansionistas comparados con los países emergentes, cuyo gasto extraordinario estuvo atado a su espacio fiscal. De esta manera los mercados financieros, en especial las calificadoras de riesgo, se inquietaron sobre la sostenibilidad de los países que tenían unas finanzas públicas limitadas, situación que obligó a las principales economías latinoamericanas a hacer ajustes fiscales. En el caso colombiano, la deuda neta pasó de un 48 % a un 60,4 % del PIB de 2019 a 2020, es decir, una diferencia de 12 % de los cuales 6,1 % fue deuda externa y 5,9 % deuda interna.

Figura 3. Deuda neta del GNC de Colombia



Fuente: Plan Financiero (Minhacienda, 2022)

Colombia tuvo graves problemas sociales en el momento en que intentó hacer el ajuste de sus finanzas públicas para hacerlas sostenibles en el tiempo. Con una reforma tributaria fallida, el mercado empezó a descontar esta incertidumbre y los bonos denominados en pesos y en dólares empezaron a cotizarse a niveles por fuera de lo que sería una tasa normal (para la calificación de riesgo que se tenía en ese momento). El 27 de junio del 2021, Standard & Poor's redujo la calificación de riesgo para la deuda colombiana de BBB- a Baa2, considerado terreno especulativo. Posteriormente, Fitch Ratings hace lo mismo pasando de BBB- a BB+, por el aumento en la deuda pública y en

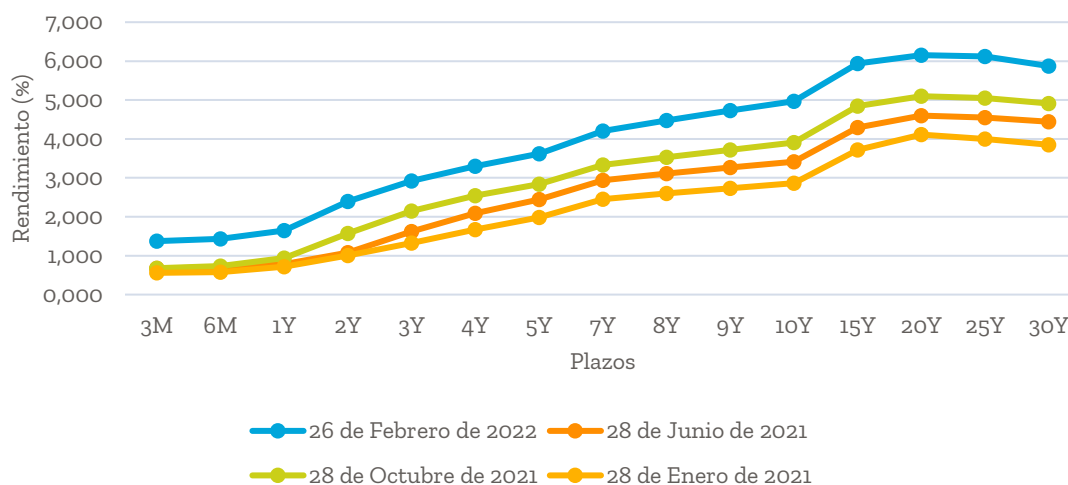
INFORME ESPECIAL

ANÁLISIS DE COYUNTURA

el déficit fiscal por parte del Gobierno Nacional Central, que pasó de 2,5 % del PIB en 2019 a 7,8 % del PIB para 2020.

En las [Figura 4](#) y [Figura 5](#), se observa la respuesta en el rendimiento de los bonos del Gobierno colombiano denominados en dólares y en pesos, para diferentes fechas. El rendimiento de los bonos será mayor a medida que su plazo es mayor, pues habrá más incertidumbre o menor información disponible sobre el futuro. Así mismo, si el mercado percibe un mayor riesgo de impago en esos títulos, pues exigirá un retornó más alto. En enero de 2021, los bonos a 10 años, por ejemplo, tenían un rendimiento del 2,8 % para los títulos denominados en dólares y 5,5 % para los emitidos en pesos colombianos. Luego de la caída de la reforma tributaria, las protestas sociales y la baja en la calificación de riesgo, el 28 de junio, el rendimiento de los bonos a todos los plazos incrementó, pasando de a un 3,4 % para los bonos en dólares y 7,2 % para los denominados en pesos, es decir, un aumento 0,55 % y 1,6 % respectivamente en el caso de los títulos a 10 años. De ahí en adelante las tasas han seguido incrementándose, pasando de una tasa promedio de 2,7 % para los instrumentos en dólares a 3,94 % de un año a otro, y de 4,4 % a un 7,94 % para los bonos en pesos colombianos, para el mismo periodo.

Figura 4. Curva de Madurez de los Bonos Colombianos en dólares



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

La [Figura 6](#) muestra la evolución de los bonos colombianos en distintos plazos. De manera similar a la tasa de cambio, el precio de todos los títulos cayó al inicio de las cuarentenas y, en consecuencia, el rendimiento de los bonos se incrementó para luego decaer paulatinamente. Es claro que durante el 2021, los instrumentos de mayor plazo tuvieron un incremento constante, consistente con la baja en la calificación de riesgo. Sin embargo, la coyuntura en el este de Europa, junto con la incertidumbre asociada a las elecciones legislativas y presidenciales en Colombia, han hecho que el rendimiento de los bonos se encuentre por encima de cuando comenzaron las cuarentenas, llegando

INFORME ESPECIAL

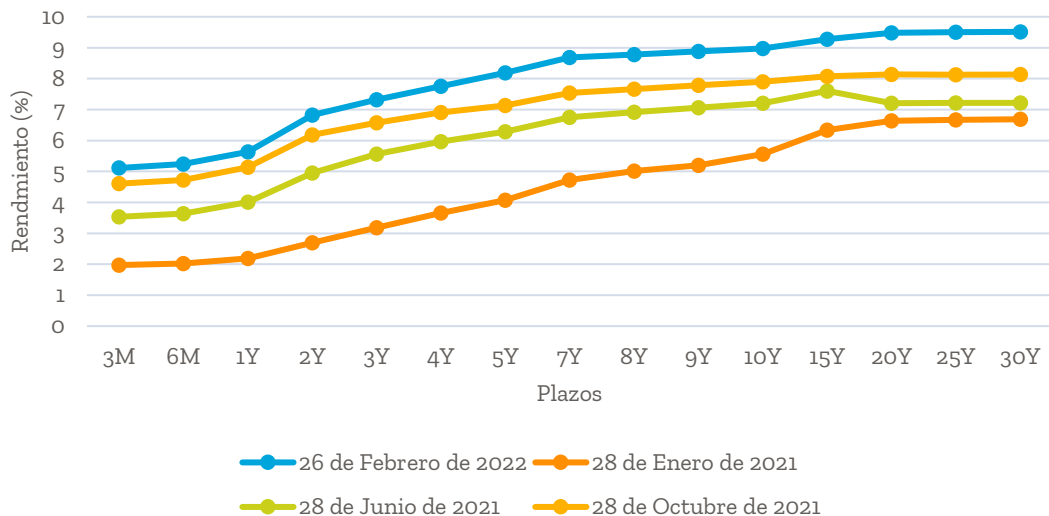
ANÁLISIS DE COYUNTURA

■■■

a más de 5,2 % para los bonos a 10 años y 6,07 % para los títulos a 15 años, ambos denominados en dólares. Esto último es preocupante, pues las nuevas emisiones que el Gobierno realice, deberán ofrecer tasas cada vez más altas ante la percepción riesgo que los mercados financieros tienen sobre Colombia, haciendo que el costo del servicio de la deuda sea cada vez más alto. Lo anterior no solo es problemático para el Gobierno sino para las empresas que quieran buscar crédito, pues de igual manera las calificadoras de riesgo han degradado la calificación de empresas como SURA o Davivienda. Esto puede tener un impacto en la inversión, la acumulación de capital y la productividad que terminan afectando el crecimiento de largo plazo de la economía colombiana.

La **Figura 7** plasma el comportamiento de los bonos a 10 años para distintos países de Latinoamérica. Los países en consideración han tenido comportamientos similares tanto en tasa de cambio como en la tasa de sus bonos, con un incremento en el último periodo que se sitúa por encima de niveles prepandemia, por lo que se podría decir que hay problemas similares tanto fiscales como institucionales en las principales economías de Latinoamérica. En las que los mercados ven riesgos de impago, lo que se traduce en un aumento en las tasas de interés. Esto, además, podría frenar o desacelerar el flujo de inversión de cartera hacia esta región del mundo, agravado por la llegada de presidentes de ideales progresistas como en Chile y Perú, y por cambios institucionales como en el caso de Chile, situación que los mercados financieros ven con preocupación.

Figura 5. Curvas de Madurez de los Bonos Colombianos en Pesos



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

Los CDS's (Credit Default Swap) son un derivado financiero que se comporta de manera opuesta al activo subyacente, que en la mayoría de los casos es un activo de renta fija y que se usa para coberturas en portafolios con el fin de restarle volatilidad. Así, a menor probabilidad de impago, el *Credit Default Swap* cae y viceversa. La **Figura 8**, muestra la

INFORME ESPECIAL

ANÁLISIS DE COYUNTURA

■■■

evolución de los CDS's para bonos a 10 años de diferentes países de Latinoamérica y al analizarla junto con la [Figura 7](#), se evidencia que los bonos colombianos están siendo vistos con mucho más riesgo, superando niveles de los de Brasil, en el caso de los bonos a 10 años y valores similares en el caso de los CDS's. La diferencia es que Brasil tiene una calificación de riesgo menor a la de Colombia, algo que podría ser una alarma de una nueva baja de calificación crediticia, como pasó hace poco menos de un año, cuando el mercado ya cotizaba los bonos colombianos a tasas de títulos con una menor calificación de riesgo, lo que terminó con el anuncio la pérdida del grado de inversión por parte de las calificadoras de riesgo. Es importante aclarar que las calificadoras basan sus perspectivas en otras variables de interés como la sostenibilidad de las finanzas públicas que, según el Plan Financiero presentado por el Ministerio de Hacienda (2022), el Gobierno en 2021 presentó un nivel de deuda que converge mucho más rápido de lo que se proyectaba (63,8 % vs. 66,8 % del PIB) lo que puede ser una señal positiva hacia las calificadoras y el mercado en general.

Figura 6. Rendimiento de los bonos colombianos a distintos plazos



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

En conclusión, la pandemia agravó la situación fiscal en los países latinoamericanos, que no tenían espacio fiscal para realizar una política fiscal expansiva y que, al ser dependientes de las materias primas y presentar una debilidad institucional casi generalizada, son vulnerables a cualquier tipo de choque. Esto se traduce en una tasa de cambio más alta y en exigencias mayores de rendimientos para sus bonos, lo que encarece el servicio de la deuda y retroalimenta la incredulidad de la sostenibilidad de las finanzas públicas, afectando variables como la inversión y la productividad que son determinantes en el crecimiento de los países. En el caso colombiano, el panorama se ve preocupante, ya que el riesgo que ven los mercados financieros está llevando a tasas anormalmente altas para sus títulos y otros instrumentos (como los *Credit Default Swaps*) en relación con su calificación crediticia, lo que prende las alarmas de una nueva

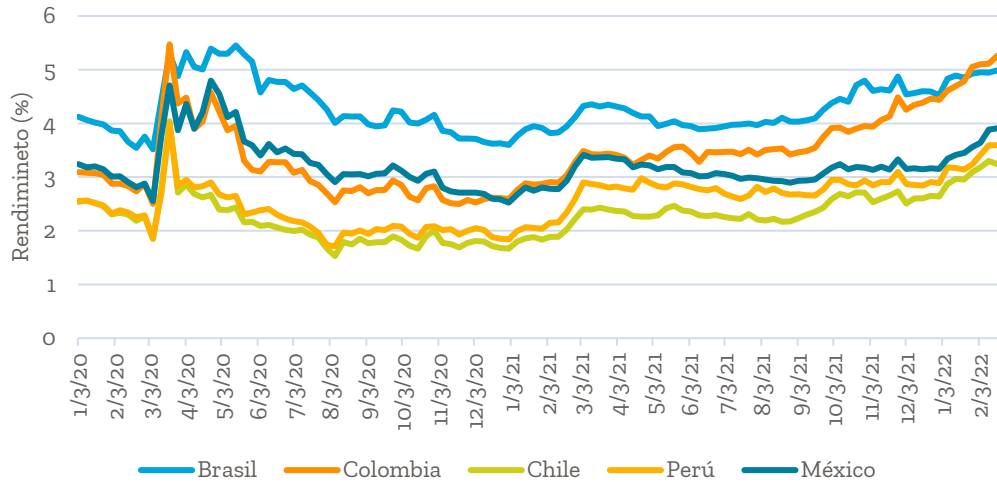
INFORME ESPECIAL

ANÁLISIS DE COYUNTURA

■■■

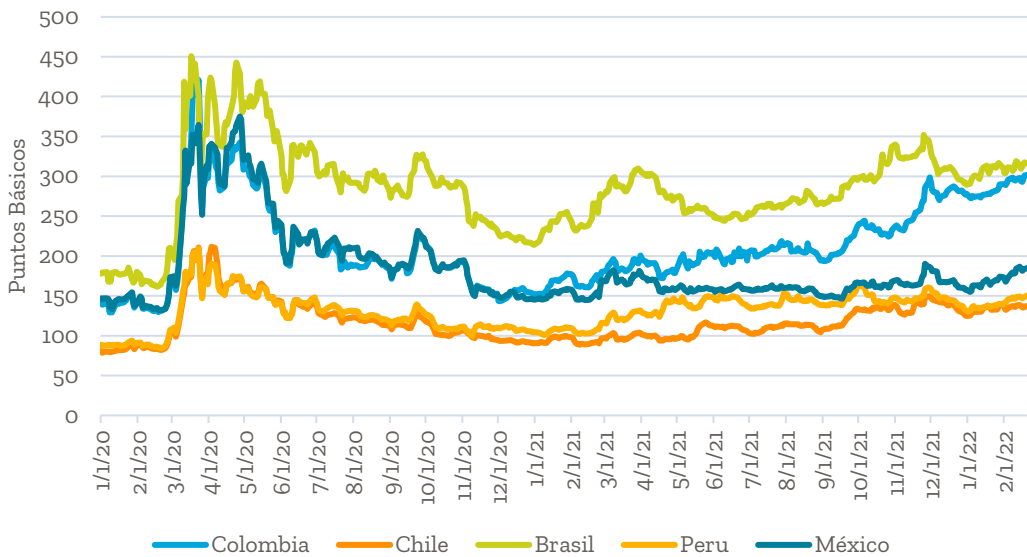
baja en la calificación de riesgo, contrastantes con señales positivas en el frente de la sostenibilidad fiscal, que podrían ser bien interpretadas por las calificadoras. Por último, la inminente subida de tasas por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos y el resto del mundo desarrollado, con el fin de combatir la inflación también pone en riesgo el flujo de capitales a esta región.

Figura 7. Bonos a 10 años de países latinoamericanos



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

Figura 8. CDS's de bonos a 10 años para países latinoamericanos



Fuente: Elaboración propia con datos de Bloomberg.

INFORME ESPECIAL

ANÁLISIS DE COYUNTURA



Referencias

Bloomberg. (2022). <https://www.bloomberg.com/>

Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2021). Marco Fiscal de Mediano Plazo 2021.

[https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-](https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-165808%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased)

[165808%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased](https://www.minhacienda.gov.co/webcenter/ShowProperty?nodeId=%2FConexionContent%2FWCC_CLUSTER-165808%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased)

Ministerio de Hacienda y Crédito Público. (2022). Plan financiero 2022.



Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno
Centro de Investigaciones Económicas y Financieras (CIEF)
Semillero de Coyuntura Económica

Carrera 49 N° 7 Sur-50, Medellín - Colombia
Teléfono: (057-4) 261 9500 Ext 9532 - 2619532
cief@eafit.edu.co