

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

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

## Resumen

En este documento se analiza la relación entre la participación de extranjeros en el mercado local de deuda pública y la sensibilidad de las condiciones financieras locales frente a cambios en factores globales. Asimismo, explora cómo la composición de esa base inversionista de no residentes y su participación en el total de agentes en el mercado podría afectar dicha sensibilidad. Los resultados sugieren que la presencia de inversionistas no residentes en el mercado de deuda pública local está correlacionada con una mayor susceptibilidad de las condiciones financieras locales a factores globales. Además, el tipo de inversionista no residente podría amplificar la sensibilidad de los mercados de deuda pública local a las condiciones financieras internacionales. Colombia es un caso en el que las condiciones financieras locales se han vuelto más sensibles ante cambios en las condiciones financieras externas. Choques internacionales podrían transmitirse a los mercados locales, y los beneficios de la participación de no residentes, como puede ser una mayor liquidez del mercado, podrían reducirse rápidamente en caso de unas condiciones financieras internacionales más restrictivas.

Palabras clave: inversionistas extranjeros, condiciones financieras, deuda pública

Clasificación JEL: G15, G23

---

<sup>1</sup> Los autores son profesional especializado y director de la Unidad de Asuntos Internacionales del Banco de la República, respectivamente. Las opiniones presentadas en este documento no representan la posición oficial del Banco de la República o de su Junta Directiva. Se agradecen los valiosos comentarios y observaciones de Hernando Vargas, Pamela Cardozo, Juan Sebastián Rojas, Carlos Quicazán y Mauricio Villamizar. Cualquier error u omisión es responsabilidad exclusiva de los autores. Una versión anterior de este documento fue publicada como recuadro en el Informe Trimestral de Mercados Financieros del Banco de la República. Diciembre de 2021.

## I. Introducción

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

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

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

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

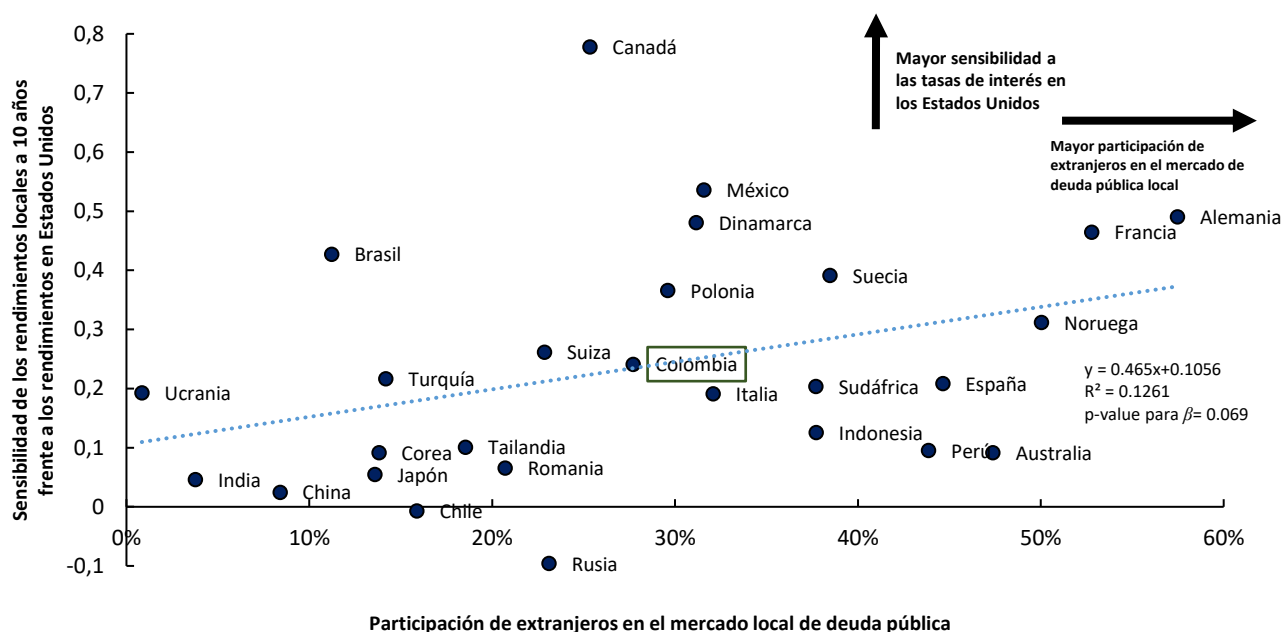
---

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

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

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

**Gráfico 1. Presencia de extranjeros y sensibilidad a las tasas de interés en EE.UU<sup>5</sup>**



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

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

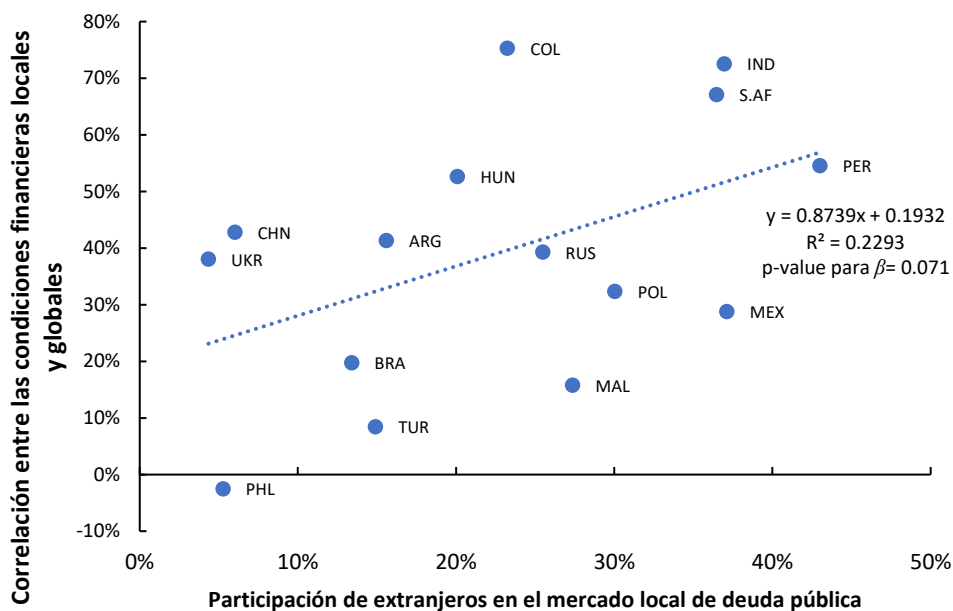
Una mayor participación de extranjeros en los mercados de deuda pública local está asociada con una mayor sensibilidad a las condiciones financieras internacionales. En el Gráfico 2 se observa la relación entre la participación de inversionistas no residentes en los mercados locales de deuda pública y la correlación entre condiciones financieras locales y globales<sup>6</sup> para un grupo de economías emergentes. El gráfico muestra que, durante el periodo 2015 – 2020, países que tuvieron una mayor participación de extranjeros en su deuda pública local presenciaron una mayor correlación entre sus condiciones financieras

<sup>5</sup> Fuente: Elaboración propia con información de Bloomberg. \*La sensibilidad de los rendimientos se refiere al coeficiente  $\beta$  en la siguiente regresión  $dy = \alpha + \beta dy^* + \theta VIX + \zeta$ , dónde  $y$  son los rendimientos para cada país en la muestra,  $y^*$  son los rendimientos en los Estados Unidos y  $VIX$  es el índice de volatilidad implícita de la *Chicago Board of Trade*. La información de participación de extranjeros se obtiene de Arslanalp y Tsuda (IMF WP 14/39 y IMF WP 12/284).

<sup>6</sup> Las condiciones financieras se miden a través de un índice calculado por el FMI que fue presentado originalmente en el Reporte de Estabilidad Financiera Global de abril / 2017. Este índice incluye información sobre tasas de interés de corto plazo, *spreads* interbancarios, prima a término, riesgo país, precios de acciones, tasa de cambio y precios de vivienda. Estas variables se agregan utilizando ponderadores obtenidos de una metodología de componentes principales para calcular el índice que refleja las condiciones financieras de cada economía. Mayores valores del índice significan condiciones financieras más restrictivas. Véase el capítulo 3 “*Are countries losing control of domestic financial conditions?*” en el Reporte de Estabilidad Financiera Global del FMI, abril 2017.

y las condiciones financieras globales. No obstante, la dispersión en torno a esta relación es bastante alta lo que sugiere que deben existir otras variables que expliquen este fenómeno.

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



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

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

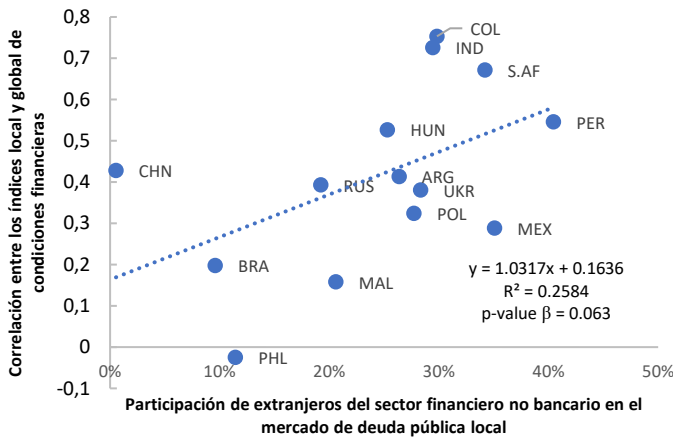
Para evaluar esta hipótesis se utiliza la base de datos de Arslanalp y Tsuda (2014)<sup>7</sup>, la cual contiene información trimestral sobre la composición de inversionistas en los mercados de deuda pública de economías emergentes, incluyendo la participación de inversionistas no residentes y discriminando estos agentes entre bancos, no bancos e instituciones oficiales<sup>8</sup>. Para evaluar cómo se relaciona la composición de inversionistas con las condiciones financieras se comparan los datos de Arslanalp y Tsuda con el índice de condiciones financieras calculado por el FMI y presentado en la primera parte del documento.

<sup>7</sup> Tracking global demand for emerging market sovereign debt. [IMF Working Paper 14/39](#)

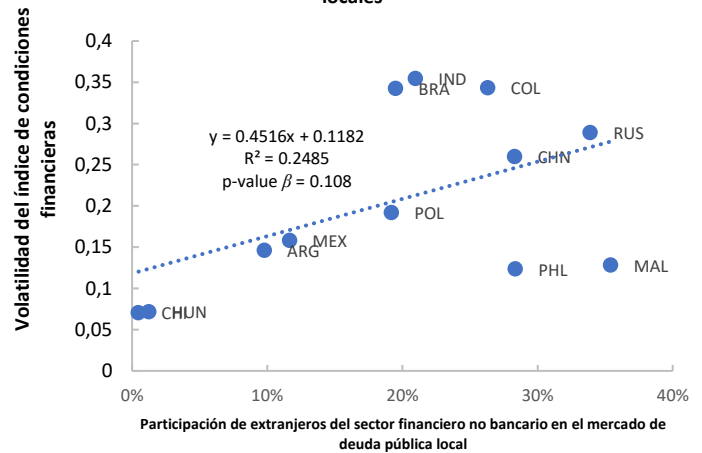
<sup>8</sup> Los bancos no residentes son aquellas instituciones de depósito que reportan en las estadísticas bancarias internacionales del Banco de Pagos Internacionales, instituciones oficiales incluye a los bancos centrales extranjeros que poseen títulos de economías emergentes en sus activos de reserva, mientras que los no bancos extranjeros son administradores de activos que se imputan a partir de las estadísticas de deuda externa y total.

Al discriminar por tipo de inversionista, se encuentra que aquellos mercados emergentes donde la presencia de extranjeros del sector financiero no bancario es mayor, suelen presentar condiciones financieras más volátiles y más correlacionadas con el ciclo financiero global (Gráfico 3 y Gráfico 4). Se podría esperar que estos agentes transmitan variaciones en las condiciones financieras entre países. En contraste, la presencia de inversionistas extranjeros del sector bancario no exhibe correlaciones significativas (Gráfico 5 y Gráfico 6) ni tampoco para el caso de los inversionistas extranjeros del sector oficial<sup>9</sup>. Esto sugiere que el tipo de inversionista extranjero, además de su participación en el total del mercado, es también un factor relevante a la hora de determinar la sensibilidad de las condiciones financieras locales ante cambios en las condiciones financieras internacionales.

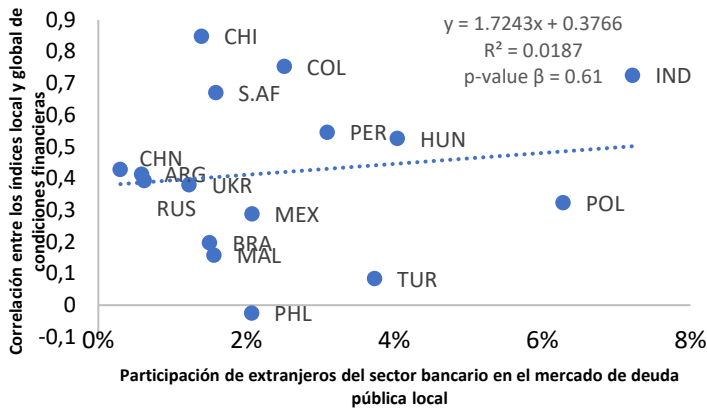
**Gráfico 3. Participación de extranjeros del sector financiero no bancario y sensibilidad a las condiciones financieras internacionales**



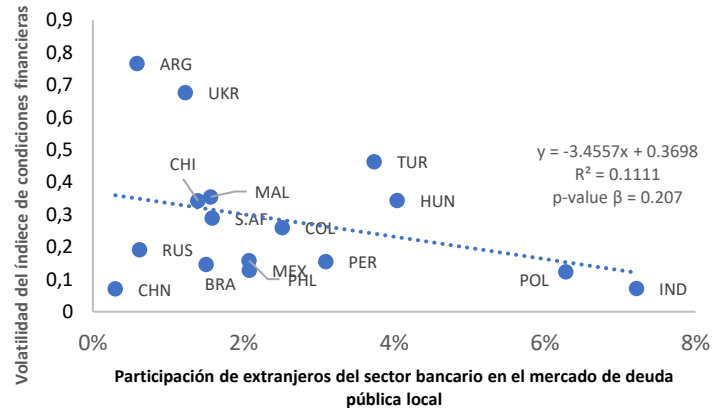
**Gráfico 4. Participación de extranjeros del sector financiero no bancario y volatilidad de las condiciones financieras locales**



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



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



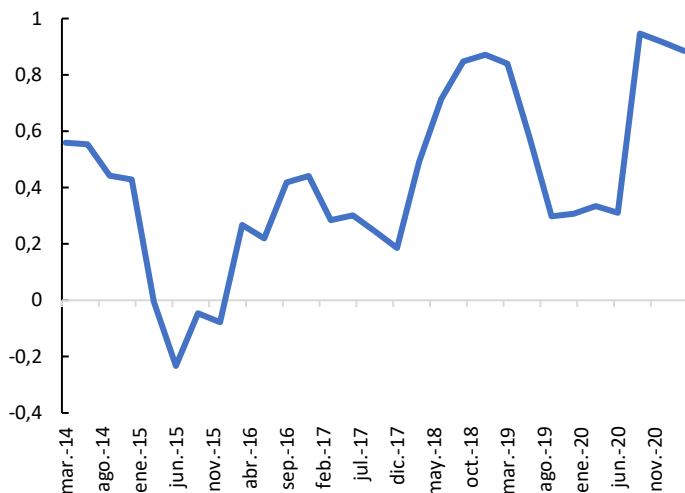
Fuente: Arslanalp y Tsuda (2014), GFSR Abril 2017. Calculos BR. Se muestra la correlación entre el índice de condiciones financieras de cada país y el índice de condiciones financieras globales en el periodo 2015 – 2020. En cuanto a la volatilidad, se refiere a la varianza del índice de condiciones financieras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

<sup>9</sup> Se analizó también el caso de las entidades gubernamentales (principalmente fondos soberanos) y tampoco exhibe una correlación significativa entre la participación de extranjeros y el nivel de sensibilidad de las tasas de interés y la volatilidad de las condiciones financieras.

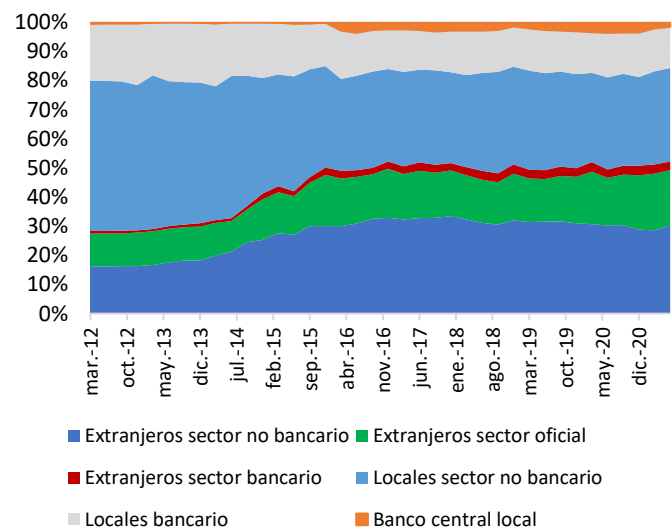
### III. Participación de no residentes en el mercado de TES y sensibilidad del mercado a las condiciones financieras internacionales

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

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



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



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

### IV. Conclusiones

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

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

## Referencias

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

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

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

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

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