



## Flujos de capitales hacia Colombia y perspectivas

- La celeridad en el proceso de vacunación en los Estados Unidos, aunada a la aprobación del plan de estímulo fiscal de la administración Biden, ha permitido que las expectativas sobre el comportamiento de la actividad económica hayan mejorado de manera significativa en los últimos meses, con su consecuente efecto en términos de reducción en la tasa de desempleo y aumento en la inflación.

- Ante este nuevo escenario, los analistas y el mercado empezaron a descontar un cambio en la postura de la política monetaria por parte de la Fed durante los próximos meses. Estas nuevas perspectivas han llevado a incrementos en las tasas de rendimientos de los bonos del tesoro de los Estados Unidos, las cuales se han transmitido a las tasas de los bonos de los mercados emergentes.

- En Colombia, las condiciones externas llevaron a los bonos de deuda pública a exhibir al cierre del primer trimestre del año mayores rendimientos frente a los observados a comienzos de 2021, mientras que en el mercado de renta variable local los inversionistas extranjeros liquidaron posiciones, con lo que el flujo de capitales hacia el país se redujo sustancialmente. En contraste, la posterior desaceleración en el ritmo de incremento de las tasas de los bonos de deuda de los Estados Unidos en abril permitió que Colombia alcanzara el segundo mejor registro de inversión de portafolio desde que la pandemia irrumpió en el país, un dinamismo que se mantuvo en el mes de mayo, aún pese al aumento de las tensiones sociales.

- El mercado de capitales colombiano continuará estando influenciado por eventuales cambios en la postura de política monetaria en los Estados Unidos durante los próximos meses, así como por las acciones que tomen las autoridades locales para preservar la sostenibilidad fiscal.

- Para mitigar el efecto que tendría el proceso de normalización monetaria en el mediano plazo, será fundamental la presentación pronta de una reforma tributaria que incremente el recaudo en al menos 1,2 puntos porcentuales (pp) del PIB, más cuando las calificadoras de riesgo que mantienen a la economía con grado de inversión han señalado sus preocupaciones sobre el estado actual de las finanzas públicas.

- Demoras tanto en el ejecutivo como en el legislativo en presentar/aprobar una nueva reforma fiscal podrían no solo exacerbar la incertidumbre en los mercados sino comprometer nuestro grado de inversión y la capacidad de financiar el mayor gasto social.

15 de junio de 2021

Director:

**Hernando José Gómez**

ASOBANCARIA:

**Hernando José Gómez**  
Presidente

**Alejandro Vera Sandoval**  
Vicepresidente Técnico

**Germán Montoya Moreno**  
Director Económico

Para suscribirse a nuestra publicación semanal Banca & Economía, por favor envíe un correo electrónico a [bancayeconomia@asobancaria.com](mailto:bancayeconomia@asobancaria.com)

Visite nuestros portales:  
[www.asobancaria.com](http://www.asobancaria.com)  
[www.yodecidomibanco.com](http://www.yodecidomibanco.com)  
[www.sabermassermas.com](http://www.sabermassermas.com)

## Flujos de capitales hacia Colombia y perspectivas

El comportamiento de los mercados de capitales a lo largo de 2020 exhibió una importante volatilidad. Durante comienzos del año, el mercado se vio marcado por altos niveles de aversión al riesgo y salidas de capitales de los países emergentes a causa de la crisis económica global. Posteriormente, hacia finales de marzo de 2020, los bancos centrales de las economías de mayor tamaño, en especial de los Estados Unidos, implementaron medidas de política monetaria convencional y no convencional con el fin de aumentar la liquidez en los mercados y atenuar el impacto de la crisis.

Como consecuencia, las reducciones de tasas de interés a niveles cercanos al cero y la ampliación de las hojas de balance contribuyeron a que los flujos de capitales hacia los países emergentes aumentaran de manera considerable, aun cuando las métricas fiscales y de actividad económica de estos se deterioraron ostensiblemente.

Para el presente año se esperaba que la materialización del proceso de recuperación económica a nivel global fuera gradual, con lo cual la postura de la política monetaria se mantendría inalterada. No obstante, la celeridad en el proceso de vacunación en los Estados Unidos y Europa, aunada a la aprobación del plan de estímulo fiscal de la administración Biden por USD 1,9 billones y a las presiones de costos debido a la disrupción en varias cadenas globales de valor, ha presionado al alza las expectativas de crecimiento económico e inflación.

Estas perspectivas han conllevado incrementos en las tasas de rendimientos de los bonos del tesoro de los Estados Unidos, que se han transmitido a las tasas de los bonos de los mercados emergentes. En consecuencia, los flujos de capitales hacia estos últimos, incluido el colombiano, se redujeron en los primeros meses del año para luego incrementarse nuevamente en abril debido a la leve disminución de las tasas de los bonos del tesoro.

Sin embargo, la discrepancia entre las expectativas del mercado y la Fed respecto a las perspectivas de recuperación económica de los Estados Unidos y al inicio del proceso de normalización monetaria, continuarán siendo un determinante del comportamiento de los mercados de capitales en el mundo y en Colombia en lo que resta del año, a lo que se sumarán factores internos, tales como la velocidad de la recuperación económica y la capacidad de las autoridades para implementar políticas que preserven la sostenibilidad fiscal.

Esta edición de Banca & Economía analiza las perspectivas en materia económica de los Estados Unidos y cómo estas han generado un cambio en las expectativas para los mercados de capitales en los mercados emergentes, y en particular en Colombia. Adicionalmente, se exponen los factores que influirán sobre el comportamiento de dichos mercados y los flujos de capitales hacia el país, a la vez que se discute la importancia de preservar la sostenibilidad fiscal ante un panorama de normalización monetaria en el frente externo.

### Editor

Germán Montoya  
Director Económico

### Participaron en esta edición:

Carlos Alberto Velásquez Vega  
Paola Milena Gutiérrez Domínguez  
María Alejandra Martínez Botero  
Miguel Ángel Victoria Simbaqueva



**PROGRAMACIÓN DE EVENTOS ASOBANCARIA 2021**  
\* VERSIÓN ACTUALIZADA \*  
**¡UN AÑO RECARGADO DE TEMÁTICAS CLAVE PARA IMPULSAR NUESTRA ECONOMÍA!**

- Agosto 26 y 27**  
19° Congreso de Derecho Financiero  
Cartagena, Colombia, Hotel Hyatt Regency
- Septiembre 16 y 17**  
20° Congreso Panamericano de Riesgo de Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo.  
Cartagena, Colombia, Hotel Hyatt Regency
- Septiembre 30 y Octubre 1**  
14° Congreso de Prevención del Fraude y Seguridad  
Cartagena, Colombia, Hotel Hyatt Regency
- Octubre 7 y 8**  
23° Congreso de Tesorería y 32° Simposio de Mercado de Capitales  
Cartagena, Colombia, Hotel Hyatt Regency
- Octubre 21 y 22**  
11° CAMP - Congreso de Acceso a Servicios Financieros y Medios de pago  
Cali, Colombia, Centro de Eventos Valle del Pacífico
- Noviembre 3, 4 y 5**  
55° Convención Bancaria  
Cartagena, Colombia, Centro de Convenciones Cartagena de Indias
- Noviembre 18 y 19**  
19° Congreso Riesgo Financiero  
Cartagena, Colombia, Hotel Hyatt Regency
- Diciembre 1**  
9° Encuentro Tributario  
Bogotá, Colombia, Presencial

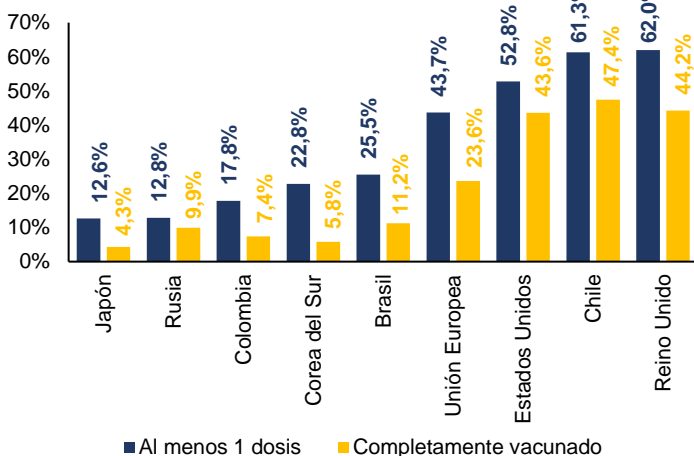
f asobancaria-colombia @asobancaria @asobancaria  
www.asobancaria.com

ASOBANCARIA

## Dinámica económica y expectativas inflacionarias en los Estados Unidos

El proceso de recuperación económica en los Estados Unidos se ha visto marcado por la aprobación de una serie de programas de estímulo fiscal a lo largo del periodo de pandemia, así como por la política monetaria acomodaticia y el plan de vacunación. Sobre este último aspecto, cabe anotar que, gracias a la flexibilidad del esquema y a la amplia disponibilidad de vacunas, cerca del 52,8% de la población estadounidense ha recibido al menos una dosis de la vacuna, mientras que el 43,6% se encuentra totalmente vacunada (Gráfico 1). De mantenerse el ritmo de vacunación, las autoridades norteamericanas estiman que, para inicios de julio, el 70% de la población contaría con la primera dosis y que 160 millones de personas estarían totalmente vacunadas, es decir, cerca del 48% de la población<sup>1</sup>.

**Gráfico 1. Porcentaje de población vacunada**



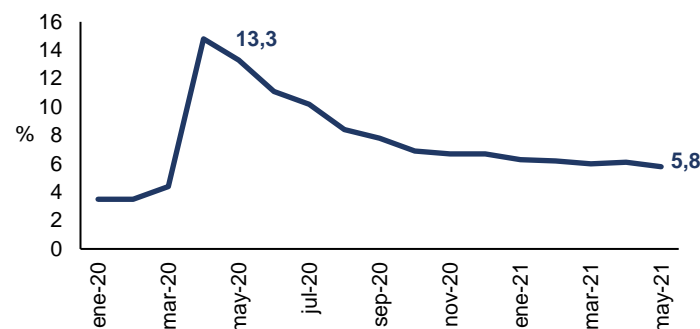
Nota: cifras con corte del 11 de junio de 2021.

Fuente: *Financial Times*. Elaboración Asobancaria.

La celeridad en el proceso de vacunación permitió que la actividad económica en el primer trimestre se expandiera a ritmos del 6,4% en términos anualizados, a la vez que propició la disminución de la tasa de desempleo. En particular, esta bordeó el 5,8% en mayo, cifra significativamente inferior a la observada en el mismo periodo un año atrás (13,3%) (Gráfico 2).

Si bien el reciente resultado se vio influenciado al alza por una menor dinámica en la generación de empleos no agrícolas y todavía supera el nivel de largo plazo estimado por los miembros de la Fed (4,0%)<sup>2</sup>, confirma una tendencia favorable que estaría impulsando el comportamiento de la inflación y sus expectativas.

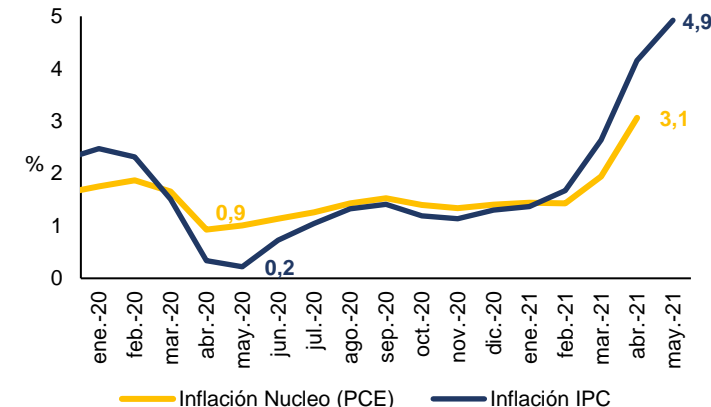
**Gráfico 2. Tasa de desempleo en los Estados Unidos**



Fuente: Reserva Federal de San Luis. Elaboración Asobancaria.

En efecto, la inflación, medida a partir del índice de precios de los consumidores, ha venido repuntando hasta ubicarse en 4,9% en mayo, nivel superior al observado en el mismo mes del año anterior (0,2%). Si bien el último registro se vio influenciado por un efecto base, lo cierto es que los incrementos en los precios no solo se observaron en los meses anteriores, sino que también se han reflejado en el indicador de inflación núcleo, que a corte de abril bordeó el 3,1%, superior a la meta de la Fed del 2% (Gráfico 3).

**Gráfico 3. Inflación anual en los Estados Unidos**



Nota: la inflación núcleo excluye los rubros de energía y alimentos.

Fuente: Reserva Federal de San Luis. Elaboración Asobancaria.

El comportamiento de la actividad económica y de las variables mencionadas ha llevado a que las perspectivas de la Fed, de los analistas y del mercado hayan venido cambiando en los últimos meses. En este sentido, los presidentes y miembros de la junta de la Reserva Federal hacia el mes de marzo de 2021 esperaban, frente a septiembre de 2020, un mayor crecimiento económico, un menor desempleo y una inflación núcleo que superaría levemente la meta (Cuadro 1).

<sup>1</sup> Reuters (2021). Biden aims for 70% of U.S. adults to get one vaccine dose by July 4. Recuperado de: <https://www.reuters.com/world/us/biden-set-outline-plans-make-vaccine-doses-more-accessible-2021-05-04/>

<sup>2</sup> Valor de la mediana de proyecciones de los miembros de la Fed a marzo de 2021.

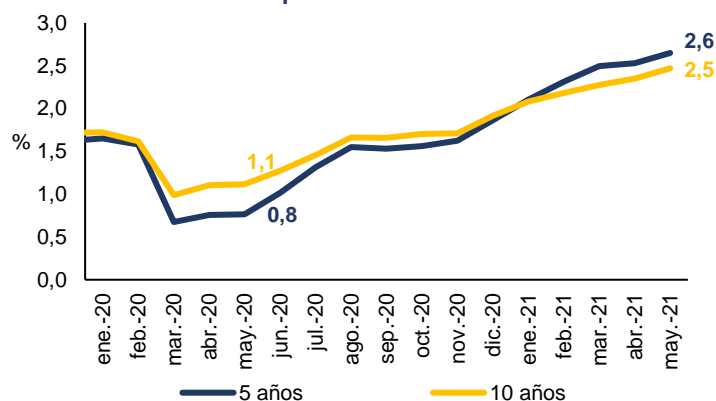
**Cuadro 1. Proyecciones económicas de miembros de la junta y presidentes de la Fed para 2021 (porcentaje)**

Variable	Sep-20	Dic-20	Mar-21
Crecimiento económico	4,0	4,2	6,5
Tasa de desempleo	5,5	5,0	4,5
Inflación núcleo	1,7	1,8	2,2
Tasa de interés	0,1	0,1	0,1

Fuente: Reserva Federal. Elaboración Asobancaria.

Al igual que la Reserva Federal, los mercados también han cambiado sus perspectivas de actividad económica y del comportamiento de los precios. En particular, las inflaciones implícitas a 5 y 10 años han venido aumentando de manera considerable hasta alcanzar niveles que superarían la meta de la Fed (Gráfico 4).

**Gráfico 4. Inflaciones implícitas**



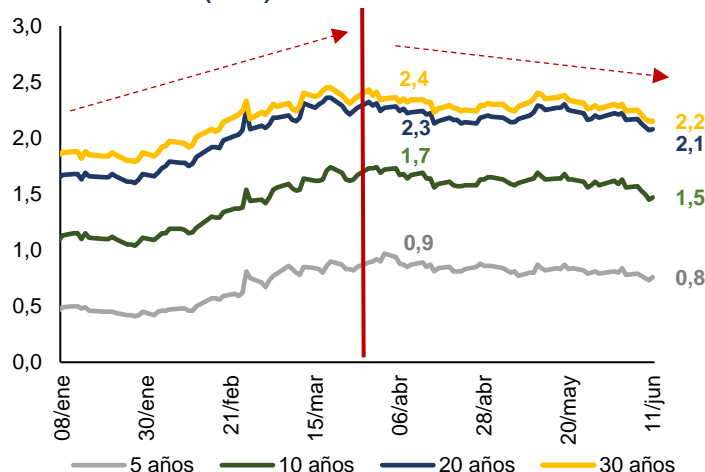
Fuente: Reserva Federal de San Luis. Elaboración Asobancaria.

Lo anterior llevó a que en los primeros meses de 2021 los mercados empezaran a descontar un cambio en la postura de la política monetaria, que se tradujo en un aumento de las tasas de los bonos soberanos, el cual fue marcado en el primer trimestre del año y en el tramo largo de la curva de rendimientos y que se reversa levemente en los últimos dos meses. Ello llevó a que en lo corrido del año las tasas de rendimiento de los títulos con vencimiento a 10 años aumentarían en 54 puntos básicos (pb), pasando de 0,93% a 1,47%, mientras que las de los bonos a 20 años se incrementarían en 62 pb, ubicándose en 2,08% (Gráfico 5).

## Las expectativas en los Estados Unidos y sus efectos en las economías emergentes

La subida de tasas de los títulos de deuda en los Estados Unidos ha tenido una incidencia significativa sobre los mercados de capitales de los países emergentes, si bien esta ha sido diferenciada. En lo referente a la renta fija, tomando como referencia los bonos con vencimiento a 10 años, en lo corrido del año se ha observado un aumento de las tasas de rendimiento que,

**Gráfico 5. Tasas de rendimiento de los bonos del tesoro de los Estados Unidos (2021)**



Nota: cifras con corte al 11 de junio de 2021.

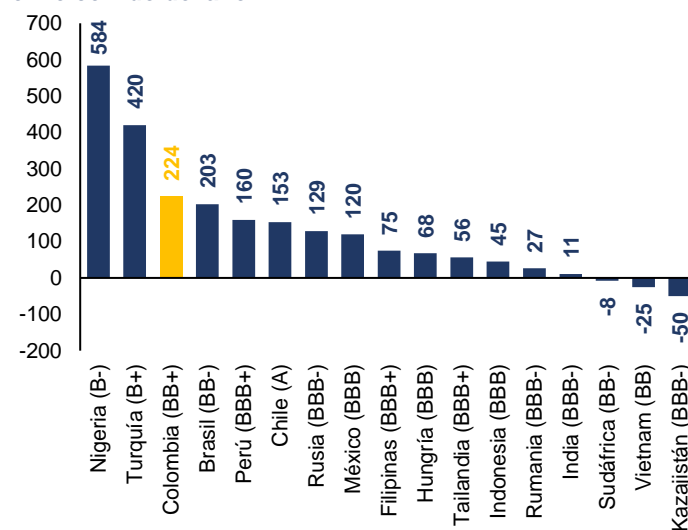
Fuente: Departamento del Tesoro. Cálculos de Asobancaria.

en términos generales, ha sido mayor al observado en los Estados Unidos (Gráfico 6, panel A).

Entretanto, en países como Colombia y Perú, el riesgo político y las tensiones sociales han contribuido a que las tasas de rendimiento se incrementen en mayor grado, más cuando entre enero y comienzos de junio sus primas de riesgo aumentaron en 25,5 puntos y 38,7 puntos, respectivamente (Gráfico 6, panel B).

**Gráfico 6**

## A. Cambio en la tasa de bonos a 10 años de países emergentes en lo corrido del año

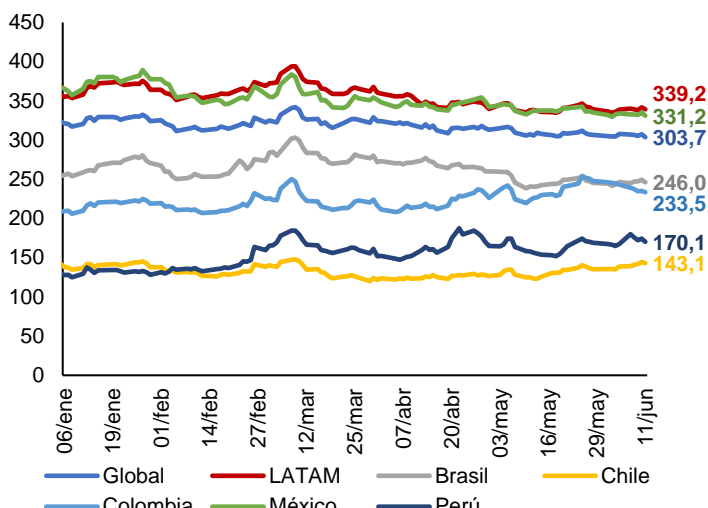


\*Bonos en moneda local.

Nota: cifras con corte al 11 de junio de 2021.

Fuente: Investing. Elaboración Asobancaria.

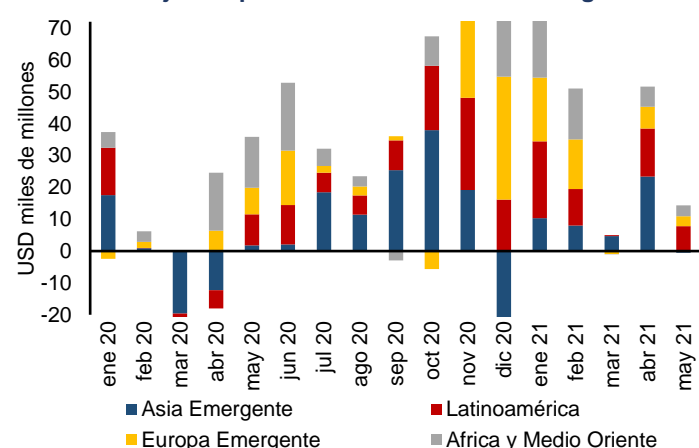
## B. EMBI a nivel global y en Latinoamérica (2021)



Fuente: JP Morgan. Elaboración Asobancaria.

Esta situación se tradujo en una significativa reducción del flujo de capitales hacia las economías emergentes durante el primer trimestre del año. En particular, según datos del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por sus siglas en inglés), marzo fue el periodo en el que se presentó un menor influjo de recursos hacia estas economías. De hecho, se registraron egresos por USD 100 millones en Europa emergente, mientras que solo entraron USD 4.700 millones y USD 300 millones a Asia Emergente y América Latina, respectivamente (Gráfico 7).

## Gráfico 7. Flujos de portafolio en economías emergentes

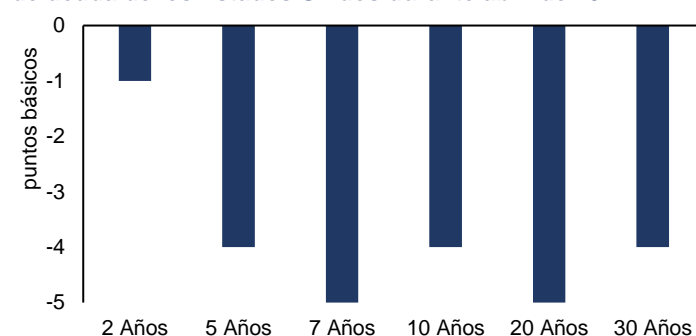


Fuente: IIF. Elaboración Asobancaria.

En contraste, durante abril se registró una entrada de capitales significativa a los países emergentes, donde se destaca Asia emergente (USD 23.400 millones) y América Latina (USD 15.100

millones). En la región, la entrada de recursos, que se dirigió en un 59% al mercado de renta fija y en un 41% al mercado accionario, estuvo asociada a la leve reducción de las tasas de interés de los títulos de deuda en los Estados Unidos (Gráfico 8), que respondió a una menor generación de empleo frente a la esperada<sup>3</sup>. Para el mes de mayo, la dinámica de estos flujos se redujo, pero, en todo caso, superó el registro de marzo.

## Gráfico 8. Cambio en las tasas de rendimiento de los bonos de deuda de los Estados Unidos durante abril de 2021



Fuente: Departamento del Tesoro de los Estados Unidos. Cálculos de Asobancaria.

## Mercado de deuda pública y renta variable en Colombia

El optimismo frente al crecimiento económico de los Estados Unidos, aunado a la mayor inflación esperada en ese país, ha llevado a los mercados financieros a descontar un aumento anticipado de las tasas de interés por parte de la Fed, aspecto que ha llevado a que los títulos de deuda pública local presenten mayores rendimientos frente a los observados a comienzos de año y, por ende, ocurra un menor flujo de capitales hacia Colombia.

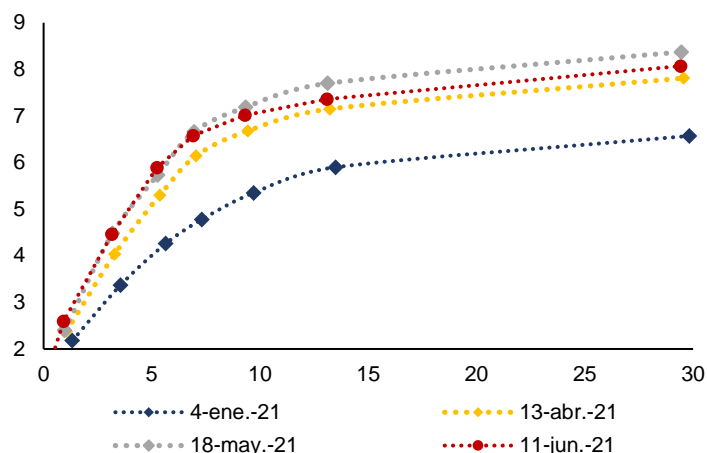
Así, entre los primeros días de enero y el 13 de abril (momento previo a la presentación del Proyecto de Ley de Solidaridad Sostenible), los TES tasa fija denominados en pesos exhibieron una significativa desvalorización, mucho más pronunciada en los bonos correspondientes a los tramos medio y largo de la curva de rendimientos. En particular, la tasa de los TES 2028 se incrementó en 136,5 pb entre el 4 de enero y el 13 de abril, mientras que la de los TES 2030 lo hizo en 133,0 pb (Gráfico 9).

Las tensiones sociales y políticas que se presentaron después de la presentación del Proyecto de reforma fiscal el pasado 16 de abril de 2021, aunadas a la incertidumbre fiscal asociada al posterior retiro de dicho proyecto a comienzos de mayo, ejercieron una presión adicional sobre el mercado de deuda pública. Así, a corte del 18 de mayo, día previo a la rebaja de la calificación crediticia soberana por parte de S&P de BBB- a BB+, la curva de rendimientos continuó empujándose, con lo que las tasas de los

<sup>3</sup> CNBC (2021). *April's expected hiring boom goes bust as nonfarm payroll gain falls well short of estimates*. Nueva Jersey: Estados Unidos, CNBC. Recuperado de <https://www.cnbc.com/2021/05/07/jobs-report-april-2021.html>.



**Gráfico 9. Curva de rendimientos de los TES tasa fija en pesos**



**Fuentes:** Davivienda y Grupo Aval. Elaboración de Asobancaria.

títulos de 2028 y 2030 exhibieron un aumento adicional frente al 13 de abril de 51,5 pb y 50,9 pb, respectivamente.

Hay que resaltar, sin embargo, que a partir de la rebaja de calificación por parte de S&P no se ha presentado un efecto significativo sobre las tasas de los bonos (apenas de -8,1 pb sobre los TES28 y de -17,1 pb sobre los TES30<sup>4</sup>), en la medida en que la decisión ya había sido descontada por los mercados.

Lo anterior tuvo repercusiones sobre los montos de tenencia de TES por parte de los fondos extranjeros pues, al reducirse su apetito por estos títulos, realizaron ventas netas que en marzo bordearon los COP 0,2 billones. Entretanto, para dicho mes los fondos de pensiones, los bancos comerciales y el Banco de la República también registraron ventas significativas de TES<sup>5</sup> (Gráfico 10).

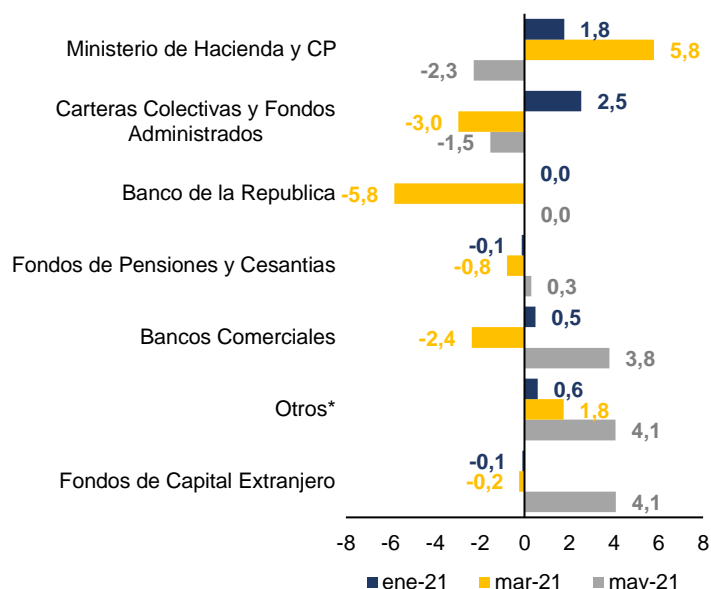
No obstante, para abril y mayo, y pese al retiro del Proyecto de Ley de Solidaridad Sostenible y el deterioro del orden público, se presentó un incremento sustancial en las compras de los fondos de capital extranjero (COP 4,0 billones y COP 4,1 billones, respectivamente) que, al igual que en otros mercados emergentes, se vio impulsado por la desaceleración en el ritmo de incremento de las tasas de rendimiento de los bonos de deuda de los Estados Unidos.

Por su parte, el mercado de renta variable local se ha visto más afectado que el de renta fija por el contexto externo y la inestabilidad interna. Incluso en mayo, los inversionistas extranjeros liquidaron posiciones de manera significativa por cerca de COP 0,26 billones, hecho que llevó a que entre enero y mayo el Colcap retrocediera un 15,31% (Gráfico 11).

<sup>4</sup> Variación calculada entre el 18 de mayo y el 11 de junio.

<sup>5</sup> La Junta Directiva del Banco de la República, en su sesión del 26 de febrero de 2021, y acogiendo a su marco legal (según el cual "el remanente de las utilidades, una vez descontada la inversión neta en bienes para la actividad cultural y apropiadas las reservas estatutarias, será de la Nación") aprobó trasladar COP 6,6 billones al Gobierno en el transcurso de 2021.

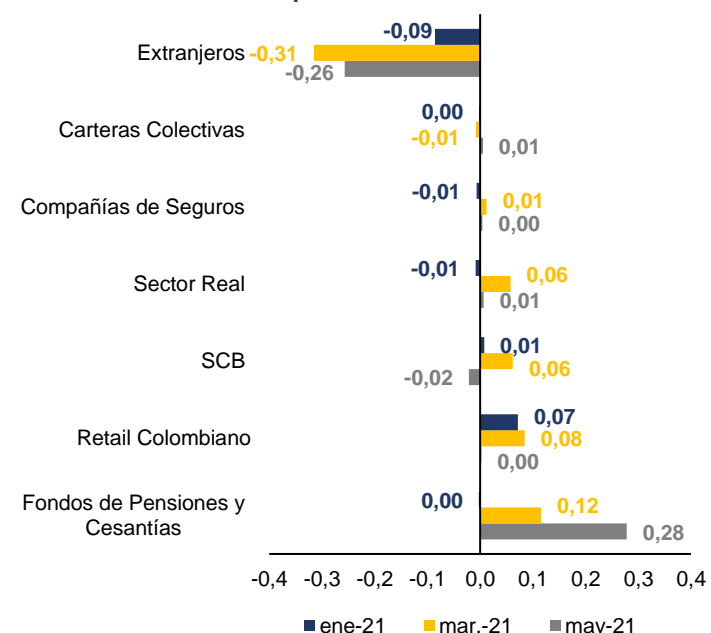
**Gráfico 10. Ventas / Compras netas de TES (billones de pesos)**



\*Incluye Compañías de Financiamiento Comercial, Fiducia Pública y Corporaciones Financieras, entre otros.

**Fuente:** Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Elaboración de Asobancaria.

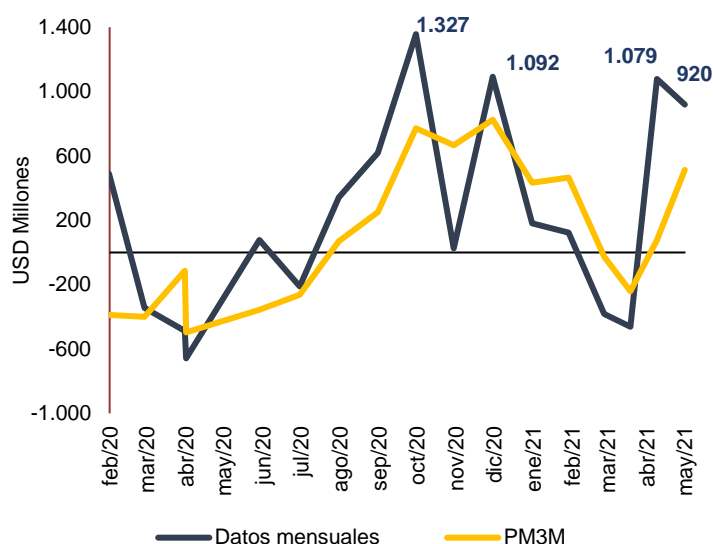
**Gráfico 11. Ventas / Compras de acciones**



**Fuente:** Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Elaboración Asobancaria.

De esta manera, factores tanto externos como internos han determinado el comportamiento de los flujos de capitales hacia el país. Muestra de ello es que la Inversión Extranjera de Portafolio (IEP) neta, entre enero y mayo, bordeó los USD 1.279 millones. Cabe anotar que en los primeros tres meses de 2021 se apreció una salida de capitales acumulada por un monto de USD 720 millones, en respuesta al aumento de las tasas de rendimiento de los tesoros, que posteriormente se vio compensada por una entrada de capitales cercana a los USD 1.079 millones en abril y USD 920 millones en mayo, meses en donde el contexto externo permitió atenuar los efectos de las tensiones sociales. Es importante señalar que el dato de abril alcanzó el segundo mejor registro desde que la pandemia irrumpió en el país, mientras que el observado en mayo fue el cuarto (Gráfico 12).

**Gráfico 12. Flujos de Inversión de portafolio hacia Colombia**

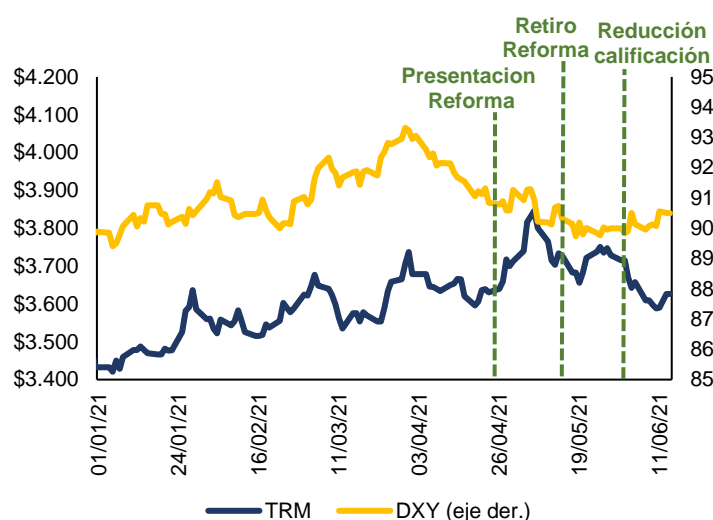


**Fuente:** Banco de la República. Elaboración Asobancaria.

En materia cambiaria, la Tasa Representativa del Mercado (TRM) se depreció un 6,4% entre el 1 de enero y el 13 de abril de 2021, un hecho asociado tanto a los factores ya señalados como al fortalecimiento del dólar (DXY) durante gran parte de este periodo. Sin embargo, con el retiro de la reforma fiscal y el deterioro del orden público, se generaron mayores presiones alcistas que llevaron a que la TRM alcanzara su nivel más alto (COP 3.846,3) hacia el 6 de mayo.

No obstante, en las últimas semanas se presentaron correcciones a la baja en respuesta a la relativa estabilidad de las tasas de rendimiento de los Estados Unidos y el apetito que los inversionistas extranjeros conservan por el país, aún pese a la rebaja de la calificación crediticia por parte de S&P. En efecto, la tasa de cambio a mediados de junio se apreció un 5,7% frente a su registro de inicios de mayo (Gráfico 13).

**Gráfico 13. TRM vs. DXY (2021)**



**Fuentes:** Banco de la República e Investing. Elaboración Asobancaria.

## Mercados de capitales locales ante un nuevo panorama

Como se ha señalado, las expectativas respecto al ritmo de recuperación económica y el comportamiento de la inflación en los Estados Unidos han generado cambios significativos en las tasas de rendimiento de los tesoros y han determinado en gran medida la salida y entrada de flujos de capital al país en lo corrido del año. Estos elementos, que continuarán influenciando la dinámica del mercado, continuarán aparejados por las acciones (o inacción) que tomen las autoridades locales para preservar la sostenibilidad fiscal, lo que sin duda podría imprimir una mayor volatilidad en el corto plazo.

En efecto, se espera que la actividad económica en los Estados Unidos siga ganando tracción, hecho que supondrá mayores presiones al alza sobre las tasas de rendimientos del tesoro y los flujos de capitales hacia Colombia. No obstante, las presiones alcistas se contrapondrán a las intenciones de la Fed de mantener una política monetaria acomodaticia con tasas de interés entre 0,00% y 0,25% y compras mensuales de activos por USD 120 mil millones, toda vez que esta tiene como objetivo alcanzar niveles de máximo empleo y llevar a la inflación hacia niveles del 2% en el largo plazo. Sobre esto último cabe anotar que la Fed ha sido reiterativa en que está dispuesta a permitir que la inflación supere por algún tiempo la meta del 2%, lo que podría influir en el anclaje de las expectativas<sup>6</sup>.

A pesar de que las políticas de *Forward Guidance* de la Fed en el corto plazo generan estabilidad en materia de tasas de rendimientos del tesoro, tal y como ha ocurrido desde abril hasta la fecha, entre la segunda parte del año e inicios del 2022 podría

<sup>6</sup> Reserva Federal (2021). Comunicado de prensa del 28 de abril de 2021

empezar a discutirse la disminución de ritmo de compra de activos y, en el mediano plazo, la progresiva subida de tasas de interés.

Según la encuesta de abril de la Reserva Federal de Nueva York a los participantes del mercado, en todo el primer trimestre de 2022 se espera un monto de compra de bonos del tesoro y títulos respaldados por hipotecas de USD 293 mil millones (frente a los USD 360 mil millones actuales), a la vez que la cantidad de analistas que esperan que la tasa de interés para finales de 2022 sea al menos 25 pb más alta que la actual bordeó el 34%, cifra que supera al porcentaje de analistas que esperan mayores niveles para finales de 2021 (9%)<sup>7</sup>.

Lo anterior lleva a que el 68% de los analistas estime que la tasa de rendimiento de los bonos de 10 años a finales de 2021 se encuentre por encima del 1,5%, hecho que parece factible si se compara el contexto actual con el episodio de *taper tantrum* que tuvo lugar en 2013. En dicho año, los anuncios entre los meses de mayo y diciembre sobre el cambio en el manejo de la política monetaria llevaron a que los rendimientos de los bonos del tesoro a 10 años pasaran de 1,76% en abril a 2,90% en diciembre, hecho que supuso gran presión para los mercados emergentes. En particular, dicha política fue determinante para que la tasa del bono cero cupón en pesos a 10 años de Colombia pasara en el mismo periodo de 5,09% a 7,29% (Gráfico 14).

**Gráfico 14. Rendimientos de los bonos del tesoro y TES a 10 años**



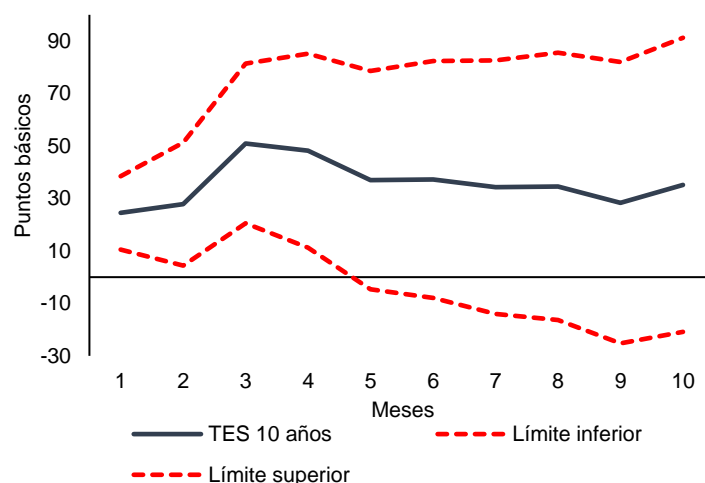
\*Nota: cifras con corte al 4 de junio de 2021.

**Fuentes:** Reserva Federal de San Luis y Banco de Bogotá. Elaboración Asobancaria.

Debe anotarse que, aun cuando las tasas de los bonos del tesoro a 10 años han venido aumentando desde el mínimo que alcanzó en junio del año anterior (0,62%), la Fed todavía no ha sugerido cambios en política no convencional, de manera que, cuando lo

haga, se presentaría un aumento en las tasas que podrían equipararse a los del *taper tantrum*, aun cuando el mercado puede haber descontado parte de este. En dicho caso, a partir de un modelo multivariado<sup>8</sup> se determinó que, si los rendimientos de los bonos del tesoro a 10 años aumentaran de manera sorpresiva en 50 pb y superaran levemente el nivel del 2%, el rendimiento del bono a 10 años de Colombia se incrementaría en cerca de 48 pb luego del choque (Gráfico 15).

**Gráfico 15. Efecto acumulado de un aumento de 50 pb en el rendimiento del bono del tesoro a 10 años sobre el rendimiento del TES de 10 años**



**Fuente:** Estimaciones de Asobancaria.

## Conclusiones y consideraciones finales

Las mejores perspectivas de crecimiento económico en los Estados Unidos, aunadas al comportamiento de la inflación, han configurado un ambiente propicio para el incremento de las tasas de los bonos del tesoro de ese país. Esta situación determinó, en gran medida, la entrada y salida de capitales hacia los países emergentes durante la primera parte del año.

En este contexto, en el transcurso de los próximos meses el mercado de capitales colombiano continuará viéndose influenciado por eventuales cambios en la postura de política monetaria en los Estados Unidos, así como por las acciones que tomen las autoridades locales para preservar la sostenibilidad fiscal del país.

Sin embargo, lo cierto es que las decisiones de política que adopte la Fed en materia de compra de activos y tasas de interés en el corto y mediano plazo afectarán ineludiblemente el comportamiento de los mercados de capitales en Colombia, así como la capacidad del Gobierno y las empresas para acceder a recursos a través del endeudamiento.

<sup>7</sup> Reserva Federal de Nueva York (2021). Respuestas de los participantes del mercado de abril.

<sup>8</sup> Modelo de Vectores Autorregresivos con datos mensuales entre 2008 y 2014 y 19 rezagos y variables diferenciadas.





Por ello, resulta fundamental que, para atenuar la vulnerabilidad externa y acotar las eventuales volatilidades futuras, las autoridades y el legislativo lleguen prontamente a consensos sobre la necesidad de tramitar una reforma fiscal que aumente los ingresos en al menos 1,2% del PIB, más cuando las calificadoras de riesgo que aún mantienen el grado de inversión en el país han señalado sus preocupaciones sobre el estado actual de las finanzas públicas. Eventuales demoras tanto en el ejecutivo como en el legislativo en presentar/aprobar una nueva reforma fiscal podrían no solo exacerbar la incertidumbre en los mercados sino comprometer nuestro grado de inversión.



## Colombia

### Principales indicadores macroeconómicos

	2019					2020				2021	2021*	
	T1	T2	T3	T4	Total	T1	T2	T3	T4	Total	T1	Total
<b>Producto Interno Bruto**</b>												
PIB Nominal (COP Billones)	247,4	255,0	270,9	287,7	<b>1061,1</b>	258,7	213,5	249,2	281,4	<b>1002,9</b>	268,9	<b>1081,8</b>
PIB Nominal (USD Billones)	77,3	79,5	78,3	88,6	<b>324,0</b>	63,4	57,1	63,8	76,5	<b>271,5</b>	71,9	<b>314,77</b>
PIB Real (COP Billones)	205,2	215,1	222,7	238,9	<b>882,0</b>	206,4	181,3	204,1	230,3	<b>822,0</b>	208,7	<b>857,5</b>
PIB Real (% Var. interanual)	3,6	3,1	3,2	3,2	<b>3,3</b>	0,7	-15,8	-8,5	-0,0	<b>-6,8</b>	1,1	<b>6,1</b>
<b>Precios</b>												
Inflación (IPC, % Var. interanual)	3,2	3,4	3,8	3,8	<b>3,8</b>	3,7	2,9	1,9	1,6	<b>1,6</b>	2,0	<b>3,0</b>
Inflación sin alimentos (% Var. interanual)	3,3	3,3	3,3	3,4	<b>3,4</b>	3,3	2,0	1,5	1,2	<b>1,0</b>	1,6	<b>2,5</b>
Tipo de cambio (COP/USD fin de periodo)	3175	3206	3462	3277	<b>3277</b>	4065	3759	3879	3432	3432	3736	<b>3600</b>
Tipo de cambio (Var. % interanual)	14,2	9,4	16,5	3,6	<b>3,6</b>	28,0	17,3	12,0	4,7	<b>4,7</b>	-8,1	<b>4,9</b>
<b>Sector Externo (% del PIB)</b>												
Cuenta corriente	-4,6	-3,6	-5,1	-3,7	<b>-4,3</b>	-3,6	-3,0	-2,7	...	<b>-3,1</b>	...	<b>-3,6</b>
Cuenta corriente (USD Billones)	-3,6	-2,8	-4,2	-3,2	<b>-13,8</b>	-2,6	-1,7	-1,8	-3,2	...	...	...
Balanza comercial	-3,5	-3,2	-5,0	-3,7	<b>-3,8</b>	-3,9	-4,3	-4,6	...	<b>-4,4</b>	...	<b>-3,9</b>
Exportaciones F.O.B.	12,8	13,7	12,8	12,9	<b>52,3</b>	11,7	7,8	8,9	...	<b>34,7</b>	...	<b>36,2</b>
Importaciones F.O.B.	15,5	16,2	16,9	16,1	<b>64,7</b>	14,5	10,2	12,0	...	<b>42,2</b>	...	<b>44,0</b>
Renta de los factores	-3,4	-3,2	-3,0	-2,9	<b>-3,1</b>	-2,6	-1,8	-1,7	...	<b>-2,1</b>	...	<b>-2,1</b>
Transferencias corrientes	0,0	2,3	2,7	2,7	<b>1,9</b>	3,3	0,0	3,2	...	<b>3,4</b>	...	<b>3,2</b>
Inversión extranjera directa (pasivo)	3,4	4,7	2,2	3,5	<b>3,4</b>	3,2	3,0	-0,1	...	<b>3,1</b>	...	<b>3,1</b>
<b>Sector Público (acumulado, % del PIB)</b>												
Bal. primario del Gobierno Central	0,0	0,9	1,4	0,4	<b>0,5</b>	0,3	-3,2	...	...	<b>-5,9</b>	...	...
Bal. del Gobierno Nacional Central	-0,6	-0,3	-1,2	-2,5	<b>-2,5</b>	-0,2	-5,8	...	...	<b>-7,8</b>	...	<b>-8,6</b>
Bal. estructural del Gobierno Central	...	...	...	...	<b>-1,5</b>	...	...	...	...	...	...	...
Bal. primario del SPNF	0,8	3,5	2,3	0,5	<b>0,5</b>	0,4	-3,0	...	...	<b>-6,7</b>	...	...
Bal. del SPNF	0,4	0,6	-0,5	-2,4	<b>-2,4</b>	0,4	-5,2	...	...	<b>-9,4</b>	...	...
<b>Indicadores de Deuda (% del PIB)</b>												
Deuda externa bruta	41,6	41,5	42,0	42,7	<b>42,0</b>	47,4	49,3	...	...	...	...	...
Pública	23,1	22,6	22,6	22,7	<b>22,8</b>	25,3	26,6	...	...	...	...	...
Privada	18,5	18,9	19,5	20,0	<b>19,2</b>	22,1	22,6	...	...	...	...	...
Deuda bruta del Gobierno Central	47,4	50,6	51,9	50,3	<b>50,0</b>	59,6	61,7	...	...	<b>61,4</b>	...	<b>62,9</b>



## Colombia

### Estados financieros del sistema bancario

	mar-21 (a)	feb-21	mar-20 (b)	Variación real anual entre (a) y (b)
<b>Activo</b>	<b>732.379</b>	<b>729.319</b>	<b>743.089</b>	<b>-3,0%</b>
Disponible	47.209	44.502	62.030	-25,1%
Inversiones y operaciones con derivados	157.849	161.105	150.918	3,0%
Cartera de crédito	504.010	501.987	504.615	-1,7%
Consumo	151.496	150.768	151.328	-1,4%
Comercial	265.283	264.785	271.620	-3,8%
Vivienda	74.356	73.617	68.978	6,1%
Microcrédito	12.875	12.817	12.689	-0,1%
Provisiones	37.489	38.259	30.538	20,9%
Consumo	12.960	13.727	10.998	16,0%
Comercial	17.338	17.484	16.168	5,6%
Vivienda	2.757	2.739	2.461	10,3%
Microcrédito	1.134	1.143	912	22,5%
<b>Pasivo</b>	<b>641.495</b>	<b>637.182</b>	<b>654.799</b>	<b>-3,5%</b>
Instrumentos financieros a costo amortizado	562.423	558.634	542.119	2,1%
Cuentas de ahorro	251.078	243.214	216.213	14,3%
CDT	147.189	151.249	162.966	-11,1%
Cuentas Corrientes	78.352	76.757	77.689	-0,7%
Otros pasivos	8.803	8.970	10.403	-16,7%
<b>Patrimonio</b>	<b>90.883</b>	<b>92.137</b>	<b>88.290</b>	<b>1,4%</b>
<b>Ganancia / Pérdida del ejercicio (Acumulada)</b>	<b>2.217</b>	<b>1.078</b>	<b>2.387</b>	<b>-8,5%</b>
Ingresos financieros de cartera	10.272	6.762	11.905	-15,0%
Gastos por intereses	2.430	1.630	4.182	-42,8%
Margen neto de Intereses	8.117	5.299	8.088	-1,2%
<b>Indicadores</b>				<b>Variación (a) - (b)</b>
<b>Indicador de calidad de cartera</b>	<b>4,88</b>	<b>5,02</b>	<b>4,30</b>	<b>0,58</b>
Consumo	6,06	6,44	4,36	1,70
Comercial	4,44	4,48	4,36	0,08
Vivienda	3,59	3,63	3,42	0,18
Microcrédito	7,38	7,42	6,83	0,55
<b>Cubrimiento</b>	<b>152,5</b>	<b>151,9</b>	<b>140,9</b>	<b>-11,64</b>
Consumo	141,2	141,4	166,5	-25,37
Comercial	147,2	147,4	136,4	10,77
Vivienda	103,2	102,5	104,4	-1,21
Microcrédito	119,3	120,2	105,2	14,16
ROA	1,22%	0,89%	1,29%	-0,1
ROE	10,12%	7,23%	11,26%	-1,1
Solvencia	19,55%	19,85%	13,99%	5,6



## Colombia

### Principales indicadores de inclusión financiera

	2016	2017	2018	2019				2019	2020		
	Total	Total	Total	T1	T2	T3	T4	Total	T1	T2	T3
Profundización financiera - Cartera/PIB (%) EC	<b>50,2</b>	<b>50,1</b>	<b>49,8</b>	49,5	49,6	49,9	49,8	<b>49,8</b>	51,7	54,3	55,0
Efectivo/M2 (%)	<b>12,59</b>	<b>12,18</b>	<b>13,09</b>	12,66	12,84	13,20	15,05	<b>15,05</b>	13,35	14,48	15,19
<b>Cobertura</b>											
Municipios con al menos una oficina o un corresponsal bancario (%)	<b>99,7</b>	<b>100</b>	<b>99,2</b>	99,7	99,7	...	99,9	<b>99,9</b>	100	100	...
Municipios con al menos una oficina (%)	<b>73,9</b>	<b>73,9</b>	<b>74,4</b>	74,7	74,6	74,4	74,6	<b>74,6</b>	74,6	74,6	74,6
Municipios con al menos un corresponsal bancario (%)	<b>99,5</b>	<b>100</b>	<b>98,3</b>	100	100	...	100	<b>100</b>	100	100	...
<b>Acceso</b>											
<b>Productos personas</b>											
Indicador de bancarización (%) SF*	<b>77,30</b>	<b>80,10</b>	81,4	82,3	82,6	83,3	82,5	<b>82,5</b>	83,2	85,9	87,1
Indicador de bancarización (%) EC**	<b>76,40</b>	<b>79,20</b>	80,5	81,3	81,6	82,4	81,6	<b>81,6</b>	...	...	86,6
Adultos con: (en millones)											
Cuentas de ahorro EC	<b>23,53</b>	<b>25,16</b>	25,75	25,79	25,99	26,3	26,6	<b>26,6</b>	...	...	27,5
Cuenta corriente EC	<b>1,72</b>	<b>1,73</b>	1,89	1,95	2,00	2,00	1,97	<b>1,97</b>	...	...	1,92
Cuentas CAES EC	<b>2,83</b>	<b>2,97</b>	3,02	3,03	3,02	3,03	3,03	<b>3,03</b>	...	...	3,03
Cuentas CATS EC	<b>0,10</b>	<b>0,10</b>	0,71	2,10	2,32	2,54	3,30	<b>3,30</b>	...	...	7,14
Otros productos de ahorro EC	<b>0,77</b>	<b>0,78</b>	0,81	0,83	0,84	0,80	0,85	<b>0,85</b>	...	...	0,84
Crédito de consumo EC	<b>8,74</b>	<b>9,17</b>	7,65	7,82	8,00	8,16	8,42	<b>8,42</b>	...	...	...
Tarjeta de crédito EC	<b>9,58</b>	<b>10,27</b>	10,05	10,19	10,37	10,47	10,53	<b>10,53</b>	...	...	10,59
Microcrédito EC	<b>3,56</b>	<b>3,68</b>	3,51	3,49	3,48	3,50	3,65	<b>3,65</b>	...	...	...
Crédito de vivienda EC	<b>1,39</b>	<b>1,43</b>	1,40	1,41	1,43	1,45	1,45	<b>1,45</b>	...	...	...
Crédito comercial EC	<b>1,23</b>	<b>1,02</b>	...	...	...	0,69	0,70	<b>0,70</b>	...	...	...
Al menos un producto EC	<b>25,40</b>	<b>27,1</b>	27,64	28,03	28,25	28,6	29,1	<b>29,1</b>	...	...	...
<b>Uso</b>											
<b>Productos personas</b>											
Adultos con: (en porcentaje)											
Algún producto activo SF	<b>66,3</b>	<b>68,6</b>	68,5	69,2	69,8	70,4	66,0	<b>66,0</b>	66,8	71,6	73,0
Algún producto activo EC	<b>65,1</b>	<b>66,9</b>	67,2	67,8	68,4	69,2	69,1	<b>65,2</b>	...	...	72,4
Cuentas de ahorro activas EC	<b>72,0</b>	<b>71,8</b>	68,3	68,9	70,1	70,2	70,1	<b>70,1</b>	...	...	65,4
Cuentas corrientes activas EC	<b>84,5</b>	<b>83,7</b>	85,5	85,8	85,9	85,6	85,6	<b>85,6</b>	...	...	82,8
Cuentas CAES activas EC	<b>87,5</b>	<b>89,5</b>	89,7	89,8	89,9	82,2	82,1	<b>82,1</b>	...	...	82,1
Cuentas CATS activas EC	<b>96,5</b>	<b>96,5</b>	67,7	58,2	58,3	59,0	58,3	<b>58,3</b>	...	...	80,8
Otros pdtos. de ahorro activos EC	<b>66,6</b>	<b>62,7</b>	61,2	61,3	61,8	62,0	62,8	<b>62,8</b>	...	...	63,8
Créditos de consumo activos EC	<b>82,0</b>	<b>83,5</b>	82,2	81,7	81,9	81,8	75,7	<b>75,7</b>	...	...	...
Tarjetas de crédito activas EC	<b>92,3</b>	<b>90,1</b>	88,7	88,3	88,6	88,0	79,5	<b>79,5</b>	...	...	76,7
Microcrédito activos EC	<b>66,2</b>	<b>71,1</b>	68,9	68,9	69,2	68,9	58,3	<b>58,3</b>	...	...	...



## Colombia

### Principales indicadores de inclusión financiera

	2016	2017	2018	2019				2019	2020			
	Total	Total	Total	T1	T2	T3	T4	Total	T1	T2	T3	T4
Créditos de vivienda activos EC	79,3	78,9	77,8	77,8	78	78,2	78,2	78,2	...	...	...	...
Créditos comerciales activos EC	85,3	84,7	...	...	...	61,2	45,5	45,5	...	...	...	...
<b>Acceso</b>												
<b>Productos empresas</b>												
Empresas con: (en miles)												
Al menos un producto EC	751	775,2	946,5	940,7	940,3	937,7	938,8	938,8	933,8	925,3	922,3	...
Cuenta de ahorro EC	500,8	522,7	649,4	644,3	645	645,4	649,1	649,1	648,5	637,1	637,1	...
Cuenta corriente EC	420,9	430,7	502,9	502,3	503	500,7	499,7	499,7	492,8	491,6	488,7	...
Otros productos de ahorro EC	15,24	14,12	13,9	13,8	13,9	13,1	13,8	13,8	15,4	16	14,9	...
Crédito comercial EC	242,5	243,6	277,8	278,3	279,4	284,5	285,9	285,9	288,3	291,3	...	...
Crédito de consumo EC	98,72	102,5	105,8	107,2	105,9	105,8	104,9	104,9	103,9	103,4	...	...
Tarjeta de crédito EC	79,96	94,35	106,9	109,1	109,8	111,7	113	113	114,1	113,9	...	...
Al menos un producto EC	751	775,1	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
<b>Uso</b>												
<b>Productos empresas</b>												
Empresas con: (en porcentaje)												
Algún producto activo EC	74,7	73,3	71,5	70	69,9	70	68,34	68,34	68	68,06	67,63	...
Algún producto activo SF	74,7	73,3	71,6	70	69,9	70	68,36	68,36	68,02	68,04	67,65	...
Cuentas de ahorro activas EC	49,1	47,2	47,6	47,3	46,9	46,7	45,8	45,8	44,8	44,7	44	...
Otros pdtos. de ahorro activos EC	57,5	51,2	49,2	49	50,5	50	52	52	55	55,4	57,2	...
Cuentas corrientes activas EC	89,1	88,5	89	89,3	89,5	90,2	89,7	89,7	90,7	91	91,1	...
Microcréditos activos EC	63,2	62	57,2	56,6	56,6	56,1	50,3	50,3	49,9	49	...	...
Créditos de consumo activos EC	84,9	85,1	83,9	83,3	82,8	82,8	78,2	78,2	77,7	77,4	...	...
Tarjetas de crédito activas EC	88,6	89,4	90,2	89,5	89,9	88,8	80,8	80,3	80,5	79,8	...	...
Créditos comerciales activos EC	91,3	90,8	91,6	83,8	80,9	81,5	77,1	77,1	77,3	73	...	...
<b>Operaciones (semestral)</b>												
Total operaciones (millones)	4.926	5.462	6.332	-	3,952	-	4,239	8,194	-	3,631	-	-
No monetarias (Participación)	48	50,3	54,2	-	57,9	-	58,1	57,9	-	63,9	-	-
Monetarias (Participación)	52	49,7	45,8	-	42,1	-	41,9	42	-	36	-	-
No monetarias (Crecimiento anual)	22,22	16,01	25,1	-	48,6	-	29,9	38,3	-	31	-	-
Monetarias (Crecimiento anual)	6,79	6,14	6,7	-	19,9	-	17,6	18,8	-	1,3	-	-
<b>Tarjetas</b>												
Crédito vigentes (millones)	14,93	14,89	15,28	15,33	15,46	15,65	16,05	16,05	16,33	15,47	14,58	14,67
Débito vigentes (millones)	25,17	27,52	29,57	30,53	31,39	32,49	33,09	33,09	34,11	34,51	35,42	36,38
Ticket promedio compra crédito (\$miles)	205,8	201,8	194,4	184,9	193,2	187,5	203,8	203,8	176,2	179,3	188,6	207,8
Ticket promedio compra débito (\$miles)	138,3	133,4	131,4	118,2	116,3	114	126	126	113,6	126	123,6	129,3