

Recuadro 3: Caracterización de inversionistas extranjeros en el mercado de contado de TES¹

Oscar David Botero Ramírez
Cristhian Hernando Ruíz Cardozo

Introducción

Los inversionistas extranjeros aumentaron su participación en el mercado de contado de deuda pública colombiano de 1% a 25% entre 2014 y 2017 (Gráfico R3.1). Esta tendencia fue guiada principalmente por cambios regulatorios en el mercado local² que permitieron un incremento importante (de 3% a 8%) de la ponderación de los títulos de deuda del país en el índice GBI-EM Global de JP Morgan en 2014 (Gráfico R3.2.).

Desde 2017, los inversionistas extranjeros han mantenido una participación estable cercana al 25% del mercado de total de TES. Desde ese año han permanecido como los segundos mayores tenedores de estos títulos, superando a los bancos comerciales y sociedades fiduciarias y sólo por detrás de los Fondos de Pensiones y Cesantías³. La posición de estos inversionistas en el mercado local muestra la estabilidad de este tipo de inversionistas ante eventos de estrés, como el ocurrido durante la pandemia.

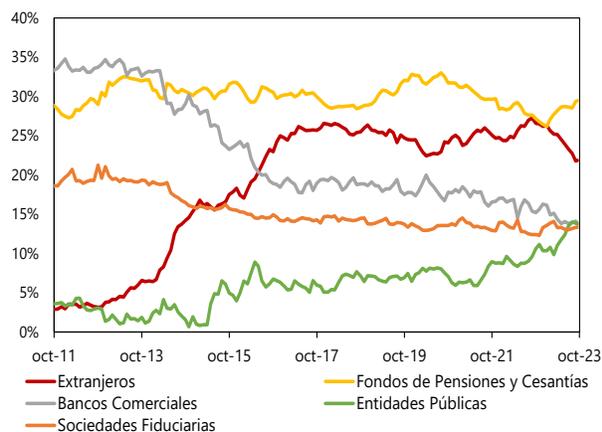
Dada la importante participación de los inversionistas extranjeros dentro del mercado de contado de TES, este Recuadro presenta las características principales de la evolución de las tenencias de TES de estos inversionistas. Así, este Recuadro se divide en cinco secciones incluyendo esta introducción. En la segunda sección se presenta un análisis sobre la composición de las tenencias de los inversionistas en TES por tipo de agente, moneda y tramo, así como algunos indicadores asociados con la concentración de sus tenencias. En la tercera parte se presenta una comparación de la base de inversionistas extranjeros en los mercados de deuda pública de la región y Colombia. En la cuarta se exponen los resultados de un sondeo realizado por el Banco de la República a inversionistas extranjeros con participación en el mercado colombiano, en cuanto a su estrategia de inversión en el país. Finalmente, la última sección presenta las principales conclusiones.

¹ El presente trabajo es de carácter provisional, sus opiniones y posibles errores son responsabilidad exclusiva de los autores y sus contenidos no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

² Los principales cambios regulatorios que pudieron tener incidencia en los flujos de portafolio en Colombia ocurrieron entre 2010 y 2013. Específicamente, se presentaron los siguientes cambios: *i)* en diciembre de 2010 se modificó el *Régimen General de Inversiones de Capital del Exterior en Colombia y de Capital Colombiano en el Exterior* con la cual se eliminó el requerimiento para los inversionistas extranjeros de constituir un Fondo de Inversión de Capital Extranjero para realizar sus inversiones en el mercado financiero local, permitiendo, a partir de ese momento, hacerlas a través de administradores locales; *ii)* la reforma tributaria de finales de 2012 redujo de 33% a 14% el impuesto de renta que tenían que pagar los inversionistas extranjeros por sus inversiones en TES; y *iii)* en octubre del 2013 se simplificó el cálculo de retención en la fuente aplicable a los títulos de renta fija. Estos cambios, más el fortalecimiento del grado de inversión en Colombia en 2011 y un escenario externo caracterizado por amplias condiciones de liquidez en los mercados internacionales, permitió que en 2014 JP Morgan anunciara el aumento de la participación de Colombia en tres de sus principales índices de deuda emergente. Para mayor detalle ver Ver (Romero, Vargas, Cardozo, & Murcia, 2021).

³ Los inversionistas extranjeros fueron los mayores tenedores de TES, superando a los fondos de pensiones y cesantía, en enero de 2023

Gráfico R3.1. Participación por tipo de agente dentro del total circulando de TES en pesos y UVR



Fuente: Banrep.

Nota: Excluye la transferencia del portafolio Fonpet realizado por los fondos de pensiones locales y sociedades fiduciarias al Ministerio de Hacienda (entidades públicas) en abril de 2023. Para poder aproximar cuál sería la variación del portafolio excluyendo el efecto que se generó por la transferencia de los TES en el Fonpet, se realiza un ejercicio en el que se asume que la misma no ocurre y estos saldos se mantienen en los fondos de pensiones locales y en las sociedades fiduciarias

Gráfico R3.2. Evolución de la participación de Colombia en el índice GBI-EM Global



Fuente: JP Morgan.

Composición de las inversiones en TES de extranjeros

El Banco de la República cuenta con una clasificación de la base de inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública. En concreto, se categorizan a los inversionistas extranjeros en 10 grupos⁴, con base en las estrategias de inversión declaradas explícitamente por cada agente en su sitio oficial.

Antes de 2014, las tenencias por tipo de inversionista extranjero se concentraban en los bancos extranjeros y presentaban una participación baja en este mercado. En ese período los agentes extranjeros concentraban su participación en TES en títulos denominados en UVR y en el tramo corto de la curva de rendimientos (Gráfico R3.3., Gráfico R3.4. y Gráfico R3.5.).

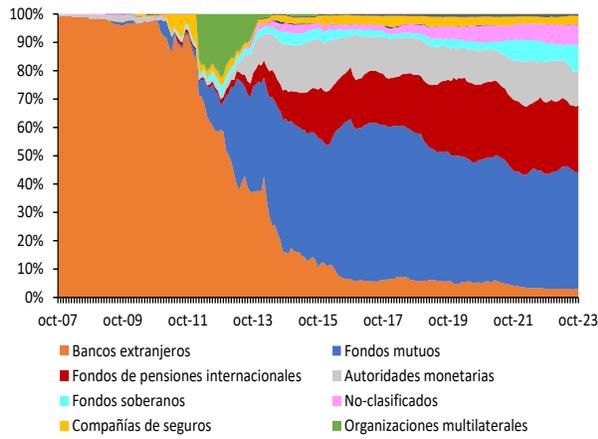
Con el aumento importante en la participación de estos agentes en el mercado de TES luego de 2014, se observó el ingreso de distintos tipos de inversionistas y un enfoque en el tramo largo de la curva. Los agentes extranjeros han aumentado la duración de su portafolio, concentrando la mayoría de su portafolio en títulos del tramo largo de la curva⁵. Además, actualmente estos agentes invierten principalmente en títulos denominados en pesos⁶.

⁴ Estos son: fondos mutuos, fondos de pensiones internacionales, autoridades monetarias, fondos soberanos, bancos extranjeros, hedge funds, compañías de seguros, endowment funds, organizaciones multilaterales y no-clasificados.

⁵ Este comportamiento está en línea con la emisión de títulos de deuda pública a mayor plazo por parte del Gobierno.

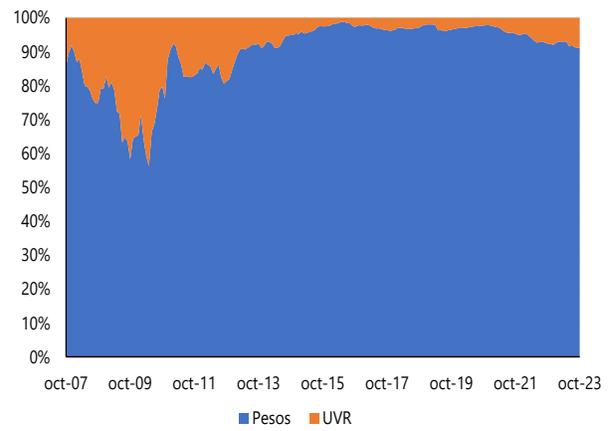
⁶ Los principales tenedores de TES denominados en UVR son los fondos de pensiones y cesantías. Estos inversionistas tienen un mayor incentivo a invertir en estos títulos indexados dado que les permite realizar coberturas frente a la variación del salario mínimo, cuya variación afecta el valor de las pensiones a largo plazo.

Gráfico R3.3. Tenencias en TES pesos y UVR por tipo de inversionista extranjero (% Total Extranjeros)



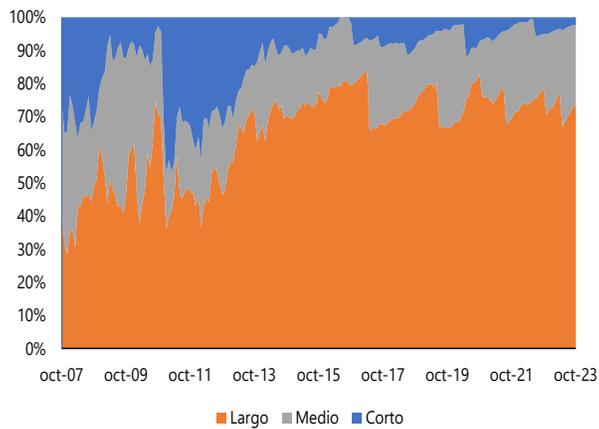
Fuente: Banrep.

Gráfico R3.4. Tenencias en TES por moneda (% Total Extranjeros)



Fuente: BanRep.

Gráfico R3.5. Tenencias en TES pesos y UVR por tramo (% Total Extranjeros)



Fuente: Banrep.

Nota: Los títulos del tramo corto corresponden a aquellos con un plazo al vencimiento estrictamente menor a 2 años; los del tramo largo a aquellos con un plazo igual o superior a 5 años; los demás títulos corresponden al tramo medio de la curva.

Los principales agentes extranjeros corresponden a fondos mutuos, fondos de pensiones internacionales y autoridades monetarias, quienes han concentrado aproximadamente el 80% de las tenencias en TES de extranjeros, sin mayores cambios desde 2017. En cuanto a la concentración por tipo de inversionista extranjero, medida con el índice IHH⁷, se observa una disminución importante desde 2014. Desde ese año, este indicador ha permanecido relativamente estable en un nivel de baja concentración para el total de inversionistas extranjeros (Gráfico R3.6.).

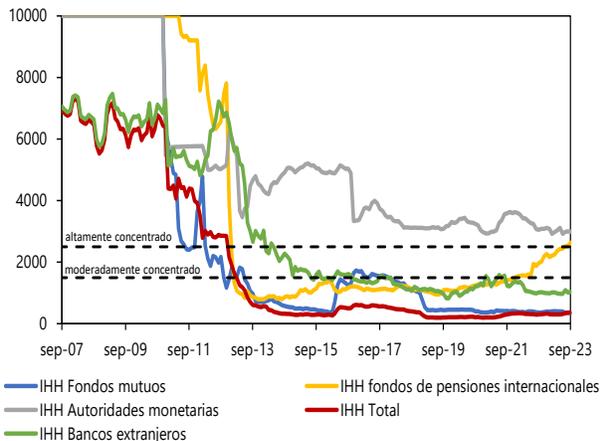
La baja concentración del agregado de extranjeros se ha visto determinada principalmente por el grupo de los fondos mutuos, debido a que aportan el mayor número de agentes al total de extranjeros, y además son los que presentan la menor concentración intragrupo de acuerdo con el indicador IHH. Por su parte, se observa que las autoridades monetarias y los fondos de pensiones internacionales se encuentran en la categoría de altamente concentrados. Los fondos de pensiones internacionales han experimentado un incremento significativo en este indicador debido a las compras de un agente particular desde 2022.

Al analizar el índice IHH de los inversionistas extranjeros por tramo de la curva, se observa que se encuentran moderadamente concentrados en las referencias del tramo corto (Gráfico R3.7.). En referencias de más largo plazo, han presentado indicadores estables en niveles de concentración baja desde 2014. Esta tendencia se encuentra en línea con la preferencia del grueso de inversionistas extranjeros por referencias del tramo largo de la curva, siendo pocos los agentes que invierten en el corto plazo y que, por lo tanto, concentran las tenencias de extranjeros en esos títulos.

Por inversionista particular, se observa una disminución en la concentración del grupo de mayores tenedores extranjeros de TES luego de 2014, los cuales se identifican como aquellos con una participación superior al 5% del total de tenencias extranjeras (Gráfico R3.8.). No obstante, se observa que los mayores tenedores extranjeros han adquirido un mayor peso sobre el total del mercado de TES en el periodo reciente. En concreto, las tenencias del extranjero más grande equivalían a 1% sobre el total del mercado de TES en 2012, mientras que para octubre de 2023 ascienden a 3%.

⁷ El índice IHH es calculado elevando al cuadrado la participación de cada inversionista extranjero dentro del total de cada grupo y después sumando los valores resultantes. Se considera que un IHH es moderadamente concentrado si se ubica entre 1500 y 2500 puntos. Por encima de los 2500 puntos se considera altamente concentrado.

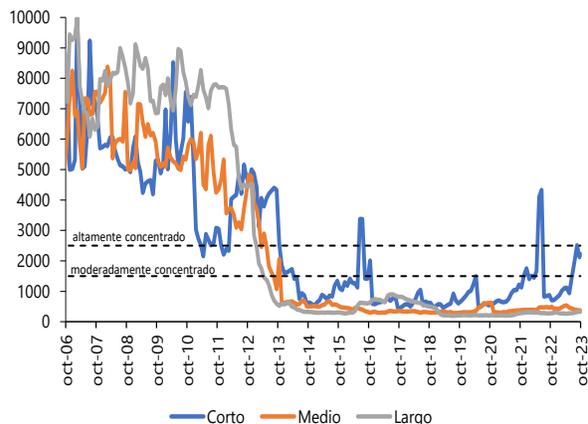
Gráfico R3.6. IHH por tipo de inversionista extranjero



Fuente: BanRep.

Nota: Se considera que un IHH es moderadamente concentrado si se ubica entre 1500 y 2500 puntos. Por encima de los 2500 puntos se considera altamente concentrado.

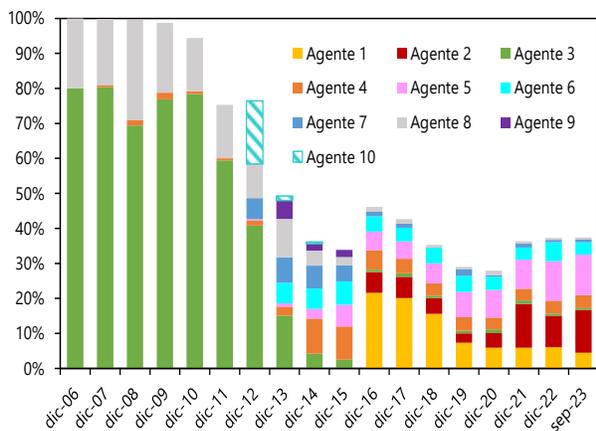
Gráfico R3.7. IHH de los inversionistas extranjeros por tramo de la curva



Fuente: BanRep.

Nota: Los títulos del tramo corto corresponden a aquellos con un plazo al vencimiento estrictamente menor a 2 años; los del tramo largo a aquellos con un plazo igual o superior a 5 años; los demás títulos corresponden al tramo medio de la curva.

Gráfico R3.8. Participación de los mayores tenedores extranjeros de TES sobre el total de tenencias de extranjeros



Fuente: BanRep.

Nota: Corresponden a los inversionistas con un participación igual o superior al 5% del total de tenencias en TES de extranjeros en alguno de los cortes incluidos en el gráfico.

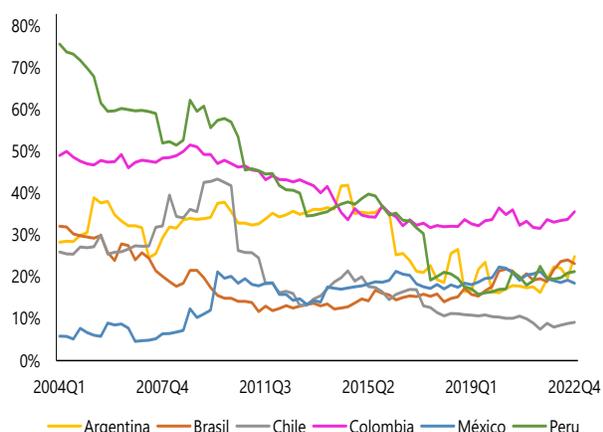
Comparación internacional

El Fondo Monetario Internacional produce información sobre la distribución de las tenencias de deuda pública por tipo de agente en una muestra de países emergentes (Gráfico R3.9.)⁸. Dentro de las categorías empleadas por la entidad, se encuentra la de los inversionistas extranjeros, sobre los cuales desagregan la información entre 3 subgrupos: los extranjeros oficiales, los bancos extranjeros y los extranjeros no-bancarios⁹. Con la información contenida en esta base es posible extraer comparaciones sobre la composición de la base de inversionistas extranjeros¹⁰ entre Colombia y la región.

La base de inversionistas extranjeros de Colombia cuenta con una mayor proporción de inversores extranjeros oficiales (autoridades monetarias y fondos soberanos) en comparación con la región. Los agentes no-bancarios concentran la mayor parte de las tenencias de los extranjeros en bonos soberanos de los países de comparación.

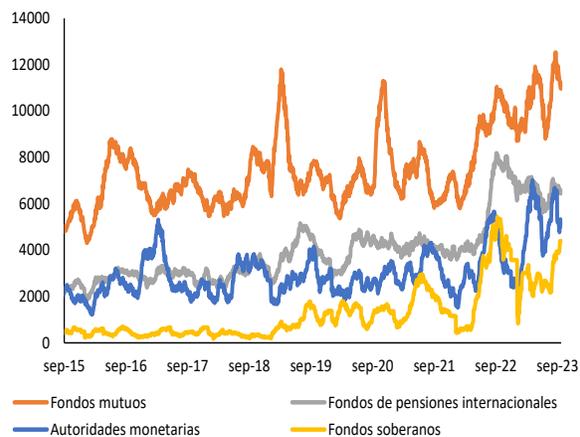
Lo anterior puede ser considerado un factor de estabilidad del mercado colombiano, en la medida que los inversionistas en la categoría de oficiales exhiben una menor volatilidad en sus flujos (Gráfico R3.10.). Empleando la base de datos y clasificación del Banrep, se encuentra que el grupo de las autoridades monetarias y fondos soberanos son los que presentan menores niveles de volatilidad condicional en sus flujos¹¹.

Gráfico R3.9. Participación de autoridades monetarias y fondos soberanos (%Total extranjeros)



Fuente: FMI.

Gráfico R3.10. Volatilidad condicional de los flujos netos por tipo de inversionista extranjero



Fuente: BanRep.

Nota: la volatilidad condicional se estima mediante un modelo GARCH (1,1) sobre los flujos netos diarios por tipo de inversionista extranjero en el mercado de contado de TES.

⁸ Disponible en:

<https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-datasets/external/pubs/ft/wp/2014/Data/wp1439.ashx>. Esta base tiene periodicidad trimestral.

⁹ A continuación se detallan los grupos a los que corresponden las categorías del FMI dentro de la clasificación de inversionistas extranjeros del Banco de la República i) Extranjeros oficiales: autoridades monetarias y fondos soberanos ii) Bancos extranjeros: corresponden a la categoría con el mismo Nombre dentro de la base del Banrep; y iii) Extranjeros no-bancarios: fondos de pensiones internacionales, fondos mutuos, hedge funds, compañías de seguros, endowment funds, no-clasificados, organizaciones multilaterales.

¹⁰ La información desagregada por subgrupos de extranjeros no discrimina las tenencias de deuda pública en moneda local de la denominada en moneda extranjera.

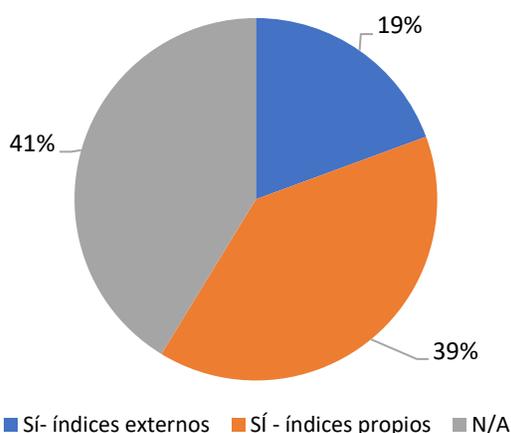
¹¹ Calculada a partir de un modelo GARCH (1,1)

Sondeo a inversionistas extranjeros

El Banrep realiza acercamientos frecuentemente con inversionistas extranjeros con participación en el mercado de TES para conocer los factores que estos tienen en cuenta al realizar inversiones de portafolio en Colombia. Dos de las preguntas que se han hecho recientemente a estos agentes son: *i)* si siguen algún índice de referencia al invertir en TES; y *ii)* si cuentan con algún grado de manejo activo sobre su portafolio en el país.

De acuerdo con la información recolectada sobre las respuestas de los agentes a los que se les hicieron las anteriores preguntas¹², aproximadamente el 60% de la base de inversionistas extranjeros en TES se encontraría indexada a un índice de construcción propia o al GBI-EM (Gráfico R3.11.). Además, el 60% de las tenencias de extranjeros en el mercado de contado de TES reportan contar con algún grado de manejo activo de su portafolio (Gráfico R3.12.).

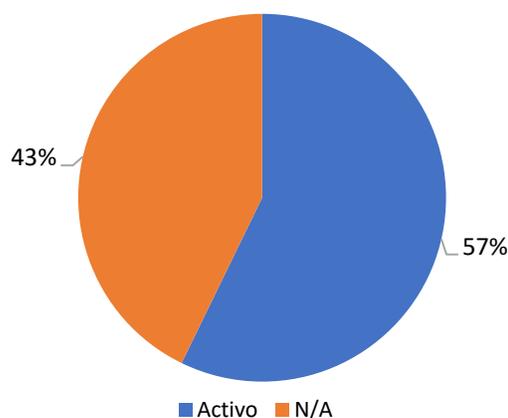
Gráfico R3.11. Inversionistas extranjeros que siguen índices de referencia (%Total extranjeros – octubre de 2023)



Fuente: Banrep.

Nota: la categoría "N/A" corresponde a los inversionistas que no fueron entrevistados.

Gráfico R312. Inversionistas extranjeros con manejo activo de su portafolio (%Total extranjeros – octubre de 2023)



Fuente: BanRep.

Conclusiones

Desde 2014, se evidencia una entrada importante de inversionistas extranjeros al mercado local de TES, que concuerda con un incremento significativo de la participación de Colombia en el índice GBI-EM Global. Estos agentes han mantenido una participación de alrededor del 25% del outstanding de TES desde 2017. Esto muestra la estabilidad de este tipo de inversionistas ante coyunturas como la ocurrida durante la pandemia.

Con respecto al tipo de inversionistas que llegaron: *i)* previo a 2014 la mayoría de los inversionistas correspondían a bancos extranjeros; y *ii)* esto marcó la entrada de un flujo importante de recursos de fondos mutuos, fondos de pensiones internacionales y autoridades monetarias, quienes

¹² En total se entrevistaron a 30 inversionistas extranjeros, que representan el 62% de las tenencias en TES del agregado de extranjeros a octubre de 2023.

concentran la mayoría de las tenencias de extranjeros en TES actualmente. Estos inversionistas indistintamente de su categoría han concentrado sus tenencias en títulos de largo plazo en COP.

La estructura de participación de estos agentes muestra una alta concentración en unos pocos agentes para los grupos de pensiones internacionales y las autoridades monetarias. Desde 2016 se ha configurado la base de principales tenedores en cerca de cinco participantes, los cuales concentran alrededor del 40% de las tenencias en TES de inversionistas extranjeros

Sondeos realizados por el Banco de la República estiman que aproximadamente el 60% de las tenencias en TES de inversionistas extranjeros se encuentra atada a un índice de referencia, principalmente a índices de construcción propia y el GBI-EM-global.

El grupo de autoridades monetarias y fondos soberanos es el que presenta menores niveles de volatilidad en sus flujos. Esto puede ser considerado como un factor de estabilidad del mercado colombiano, teniendo en cuenta que es el que presenta una mayor proporción de este tipo de agentes dentro de los países de la región.

Bibliografía

Romero, J. V., Vargas, H., Cardozo, P., & Murcia, A. (2021). How foreign participation in the Colombian local public debt market has influenced domestic financial conditions. *Latin American Journal of Central Banking*, 2. Obtenido de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2666143821000235?via%3Dihub>