

Recuadro 2: Experiencia de los flujos de inversión extranjera en deuda pública de Colombia ante los rebalances del índice GBI-EM¹.

Introducción

El *Government Bond Index - Emerging Markets (GBI-EM)*², elaborado por JP Morgan, es el principal índice de referencia para los mercados globales de renta fija en moneda local de economías emergentes. Actualmente, Colombia hace parte del grupo de 19 países emisores cuyos bonos están incluidos en la canasta del índice. De acuerdo con sondeos realizados periódicamente por la misma entidad, este índice cuenta con más de USD 200 mil millones en activos que buscan replicarlo anualmente.

La ponderación de cada emisor dentro del índice se ajusta mensualmente. Tales ajustes reflejan tanto cambios en el valor de mercado de los bonos como en las reglas de construcción del índice, como por ejemplo ajustes en los criterios de elegibilidad o la inclusión de nuevas referencias u emisores³.

Dada la variabilidad de las ponderaciones dentro del índice, y los ajustes que implementan los inversionistas que lo siguen, se han identificado algunos periodos en los que Colombia ha experimentado movimientos significativos en sus flujos de capital que coinciden con cambios en la participación del país dentro del GBI-EM (ver Romero, Vargas, Cardozo y Murcia, 2021). En particular, se han identificado 3 episodios en los que la ponderación de Colombia en el GBI-EM ha presentado un ajuste significativo por la inclusión de nuevos emisores en el índice: el incremento de su ponderación en marzo de 2014, cuando la ponderación de Colombia aumentó significativamente dentro del índice, así como la inclusión de China en febrero de 2020 y el ingreso de India en junio de 2024, episodios en los cuales la participación de Colombia y otros países emergentes se redujo gradualmente para dar lugar a los nuevos países dentro del índice.

Este recuadro analiza la dinámica de los flujos de inversión extranjera de portafolio en el mercado de deuda pública colombiana durante los episodios de ajustes significativos en la ponderación de Colombia en el índice GBI-EM. En general, estos rebalances generan flujos relevantes, con ventas de títulos locales cuando la ponderación del país disminuye, como ocurrió con la inclusión de China e India. La magnitud de estos movimientos depende en parte de la evolución de los activos bajo administración (AUM) de los fondos que replican el índice, que

¹ Autores: Oscar Botero y Alejandra Barreto Ramírez. Las opiniones de este documento no comprometen ni representan la visión del Banco de la República ni a su Junta Directiva. Cualquier error u omisión es y será responsabilidad exclusiva de los autores.

² Este índice mide el rendimiento de los bonos soberanos denominados en moneda local emitidos por un grupo de economías emergentes. Su versión "Global Diversified" limita la exposición a países con mayor ponderación mediante un esquema de asignación que reduce el peso de los emisores más grandes. Así, la participación de cada emisor dentro del índice tiene un techo del 10%, buscando una mayor diversificación geográfica.

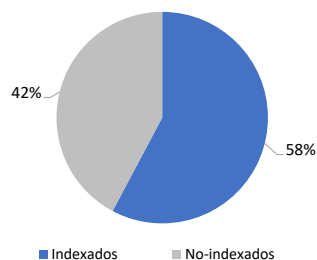
³ Los cambios en la ponderación de un país dentro del índice GBI-EM pueden obedecer tanto a factores de mercado (la valorización de los títulos o la apreciación de la moneda), como a factores de construcción del índice (efectos exógenos). Entre estos últimos se incluyen la metodología de ponderación (reduce la participación de grandes emisores y redistribuye la participación en países más pequeños), los criterios de elegibilidad de los títulos (al basarse en criterios de liquidez para la elegibilidad de los títulos, el rebalanceo de cada mes puede provocar salidas de ciertas referencias lo que lleva a cambios en las ponderaciones de los emisores) y la incorporación de nuevos emisores tras revisiones periódicas del cumplimiento de las condiciones de inclusión.

pueden amortiguar o acentuar las salidas. Además, los inversionistas indexados tienden a anticiparse a los cambios, concentrando sus ajustes al inicio de cada periodo de rebalanceo.

Identificación de los flujos de inversión extranjera indexada

Para los siguientes análisis, se toma como base la clasificación propuesta por Botero, Murcia y Villamizar (2025), quienes desarrollan una metodología para identificar a los inversionistas extranjeros con mayor propensión a replicar el comportamiento del índice GBI-EM en el mercado de deuda pública colombiano. Con base en esta clasificación, aproximadamente el 58% de las tenencias en deuda pública por parte de inversionistas extranjeros al cierre del 1T25 se encuentran en manos de agentes con alta propensión a estar indexados (*Gráfico R2. 1*). Al desagregar por tipo de inversionista extranjero, se destaca que los fondos de pensiones internacionales concentran la mayor proporción de inversionistas indexados dentro de su grupo (77% de sus tenencias de deuda pública), seguidos de las autoridades monetarias (62%) y los fondos mutuos (51%) (*Tabla R2. 1*).

Gráfico R2. 1. Distribución de las tenencias en deuda pública entre extranjeros indexados y no-indexados (% total – marzo 2025)



Fuente: BanRep y Botero, Murcia y Villamizar (2025).

Tabla R2. 1. Distribución de las tenencias en deuda pública entre extranjeros indexados y no-indexados (% de las tenencias por grupo – marzo 2025)

Tipo de agente extranjero	%Tenencias totales de extranjeros	%Tenencias en manos de indexados
Fondos mutuos	41%	51%
Fondos de pensiones internacionales	24%	77%
Autoridades monetarias	16%	62%
Otros	19%	32%

Fuente: BanRep y Botero, Murcia y Villamizar (2025).

Nota: Los porcentajes de la primera columna corresponden a la participación de las tenencias de deuda pública de cada grupo sobre las tenencias totales de extranjeros. Por su parte, los ponderadores de la segunda columna corresponden al porcentaje de tenencias en manos de inversionistas clasificados como que siguen el índice *GBI-EM Global Diversified* dentro de cada categoría de inversionistas extranjeros.

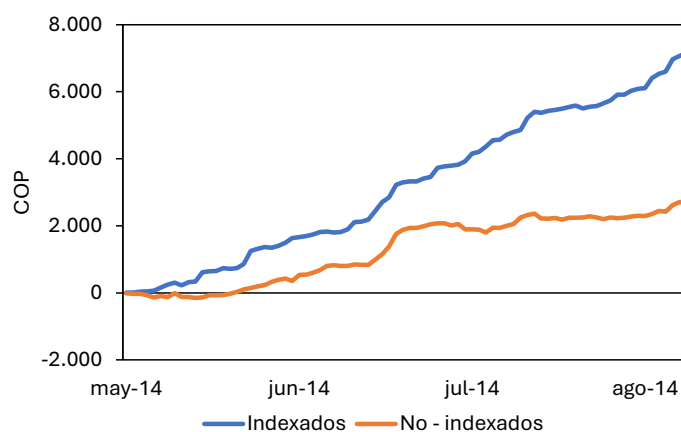
Para mayor detalle de la participación de estos agentes en el mercado de deuda pública, ver: *Caracterización de inversionistas extranjeros en el mercado de contado de TES*

Como se muestra en el *Gráfico R2. 1*, una proporción importante de la base de inversión extranjera en deuda pública corresponde a agentes con una alta propensión a seguir el índice GBI-EM, lo cual puede aumentar la sensibilidad del mercado local de deuda pública a factores externos. La literatura sobre flujos de capital sugiere que los inversionistas que siguen índices de referencia amplifican el impacto de los factores externos en los mercados locales (Ver Balston, Marc y Melin, 2013; Raddatz et al., 2017 y Arslanalp et al., 2015), aumentando el riesgo de salidas de capital desconectadas de las condiciones económicas locales. Asimismo, Sushko y Turner (2018), encuentran que el incremento en la participación de inversionistas con estrategias pasivas en los mercados de deuda pública, como los agentes indexados, aumenta la correlación de los rendimientos entre los títulos de deuda de países emergentes, disminuyendo la incidencia de los factores locales en la formación de precios de estos títulos.

Experiencia con los procesos de rebalanceo del índice GBI-EM

El primer cambio significativo que experimentó la participación de Colombia en el índice GBI-EM fue el aumento que JP Morgan realizó en su ponderación entre mayo y agosto de 2014⁴, incrementándola de 3,31% a 7,61%. Tras este cambio, se observaron compras de inversión extranjera clasificada como indexada en deuda pública (**Gráfico R2. 2**). Durante esta ventana de 4 meses, los agentes indexados compraron en neto COP 7,0 b en títulos de deuda pública. Este comportamiento se debió a que estos inversionistas ajustaron sus portafolios comprando títulos soberanos de Colombia, debido al aumento de su ponderación en el índice. Además, en ese entonces se observó que los inversionistas extranjeros se anticiparon a la fecha de inicio del evento, y realizaron compras importantes de títulos de deuda desde principios de 2014.

Gráfico R2. 2. Flujos netos diarios acumulados de inversión extranjera en deuda pública clasificada como indexada y no indexada al índice GBI-EM Global Diversified– durante el aumento en la ponderación de Colombia (COP miles de millones)



Fuente: BanRep.

Algunos estudios sugieren que esta entrada importante de inversionistas clasificados como indexados al mercado de deuda pública local pudo haber relajado las condiciones financieras locales y aumentado la sensibilidad de las tasas de los títulos de deuda a factores externos. Autores como Romero, Vargas, Cardozo y Murcia (2021) encuentran que, tras el aumento de la participación de los inversionistas extranjeros en el mercado de deuda pública en 2014, disminuyeron las tasas tanto de estos títulos como de los préstamos a nivel local. Además, encuentran evidencia de que posterior a este evento aumentó la sensibilidad de las tasas de los títulos de deuda pública a factores externos. Por su parte, Botero, Murcia y Villamizar (2025), encuentran que una mayor participación de inversionistas extranjeros indexados en el mercado

⁴ Los principales cambios regulatorios que influenciaron en esta decisión 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 (Romero, Vargas, Cardozo, & Murcia, 2021).

de deuda pública puede aumentar la sensibilidad de las condiciones financieras locales al ciclo económico global.

Puesto que las ventas de los inversionistas indexados pueden exacerbar las desvalorizaciones de los títulos de deuda, especialmente durante episodios de mayor aversión al riesgo global, analizamos también los episodios de rebalanceo que disminuyen la ponderación de Colombia, impulsando salidas por parte de estos agentes. JP Morgan evalúa periódicamente la elegibilidad de nuevos emisores para su incorporación dentro del índice GBI-EM. Después de cumplir con una serie de requisitos⁵, se puede incluir un nuevo país. Este proceso usualmente se da en una ventana de 10 meses, durante los cuales la ponderación del nuevo emisor se incrementa gradualmente mediante aumentos uniformes hasta llegar al valor objetivo, al tiempo que disminuye proporcionalmente la ponderación del resto de los países incluidos en el índice. Típicamente estos ajustes se hacen al cierre de cada mes, lo cual permite caracterizar cómo los inversionistas extranjeros van ajustando sus portafolios más adelante.

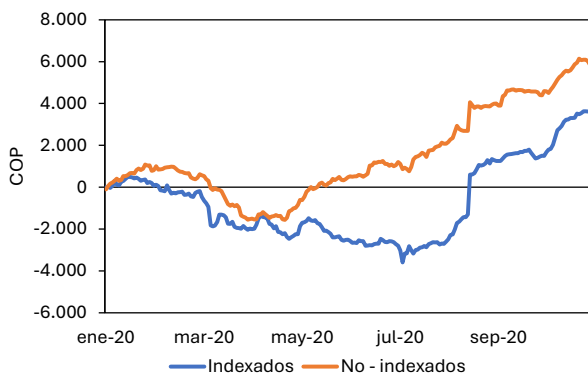
Bajo esta metodología se han incluido dos nuevos emisores en el índice desde 2014, como resultado de lo cual la ponderación de Colombia ha disminuido. Entre febrero y noviembre de 2020 se realizó la inclusión de China, mientras que entre junio de 2024 y marzo de 2025 se hizo lo mismo con India. Ambos procesos se realizaron mediante incrementos mensuales de 1 punto porcentual hasta llegar a un peso objetivo de 10%. Como consecuencia del proceso de inclusión de China en 2020, la ponderación de Colombia en el índice disminuyó de 6,11% a 5,49% entre febrero y noviembre de ese año. Asimismo, entre junio de 2024 y marzo de 2025 el peso de Colombia en el índice pasó de 4,63% a 3,83%, por la inclusión de India.

Tras la disminución en la ponderación de Colombia por la inclusión de China e India en el índice GBI-EM, se observaron presiones iniciales a la baja en los flujos de inversión extranjera en deuda pública clasificada como indexada (Gráfico R2. 3 y Gráfico R2. 4). Así, en promedio, los agentes indexados realizaron ventas durante los 20 días posteriores a la fecha de cada rebalanceo mensual del índice (Gráfico R2. 5). En este contexto, se registraron flujos netos de los agentes extranjeros indexados por COP 3,6 billones (b) y COP -1.0 b en títulos de deuda pública durante los mismos periodos en los que se adelantaron los procesos de inclusión de China e India, respectivamente. Además, en el Gráfico R2. 5 se observa que, en promedio, la respuesta de estos agentes al rebalanceo mensual del índice parece presentarse de forma gradual en los días posteriores a la fecha de cambio en las ponderaciones. Esta dinámica se debió a que dichos inversionistas ajustaron sus portafolios comprando títulos soberanos de China e India, y vendiendo títulos emitidos por otras economías emergentes, entre ellas Colombia, que forman parte del GBI-EM, con el fin de ajustarse a las nuevas ponderaciones del índice.

⁵ Para ser incluido en el índice GBI-EM Global Diversified, un país debe cumplir con al menos uno de los siguientes criterios durante tres años consecutivos: (1) su Ingreso Nacional Bruto (INB) per cápita debe estar por debajo del Índice de Ingreso Máximo (*Index Income Ceiling*, IIC), definido por J.P. Morgan y ajustado anualmente según el crecimiento del INB mundial per cápita; o (2) su Índice de Paridad del Poder Adquisitivo (*Index Purchasing-Power-Parity Ratio*, IPR) debe estar por debajo del umbral establecido para mercados emergentes.

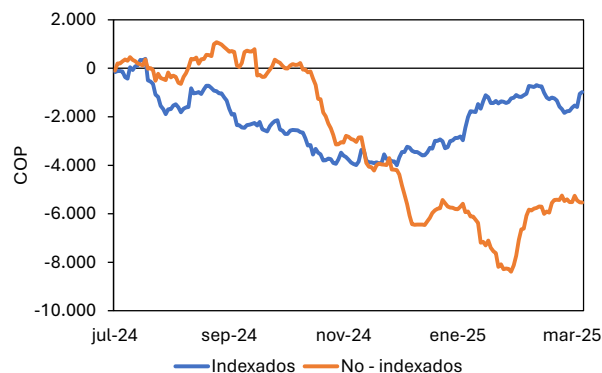
Reporte de Mercados Financieros

Gráfico R2. 3. Flujos netos diarios acumulados de inversión extranjera en deuda pública clasificada como indexada y no indexada al índice *GBI-EM Global Diversified* – durante el proceso de inclusión de China (COP miles de millones)



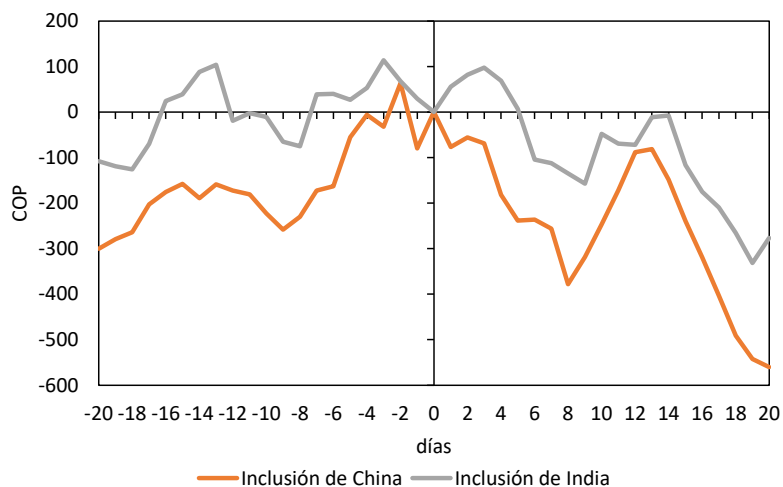
Fuente: BanRep.

Gráfico R2. 4. Flujos netos diarios acumulados de inversión extranjera en deuda pública clasificada como indexados y no indexados al índice *GBI-EM Global Diversified* – durante el proceso de inclusión de India (COP miles de millones)



Fuente: BanRep.

Gráfico R2. 5. Flujos promedio diarios acumulados de inversión extranjera en deuda pública clasificada como indexada al índice *GBI-EM Global Diversified*, 20 días alrededor de la fecha de rebalanceo mensual del índice – durante el proceso de Inclusión de China (2020) e India (2024) (COP miles de millones)



Fuente: BanRep.

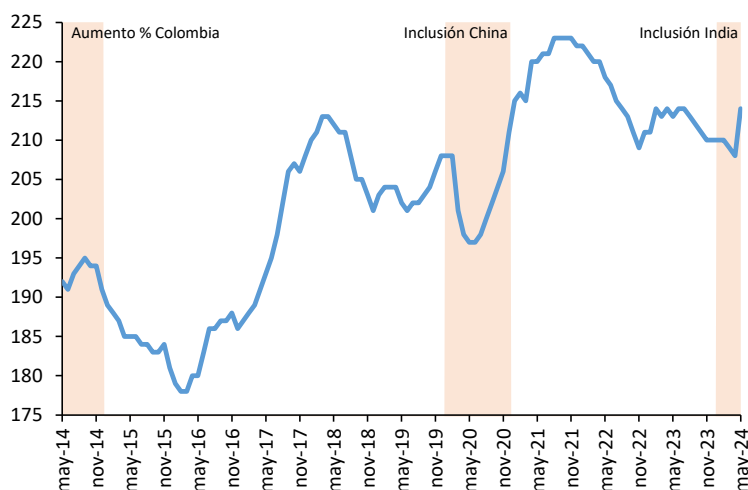
Nota: La gráfica muestra los flujos promedio acumulados de inversión extranjera en deuda pública 20 días antes y 20 días después de los días de rebalanceo mensual (último día hábil de cada mes) del índice GBI-EM durante los periodos de 10 meses en los que se incluyeron a China e India como nuevos emisores en el índice.

Como se observa en el *Gráfico R2. 3* y en el *Gráfico R2. 4*, hacia las etapas finales de los procesos de inclusión de China e India en el índice GBI-EM se observó una corrección al alza en los flujos de inversión extranjera indexada. Este comportamiento pudo estar asociado a su vez con el incremento de los activos bajo administración (AUM, por sus siglas en inglés) de los fondos que replican este índice durante dichos periodos, dado que los AUM determinan la base de recursos disponibles para la inversión por parte de estos agentes (*Gráfico R2. 6*). Los AUM reflejan el

Reporte de Mercados Financieros

valor total de los activos administrados por los portafolios que siguen el índice de referencia y son estimados mensualmente por JP Morgan con base en encuestas a inversionistas. En la medida en que los AUM aumentan, es razonable esperar mayores entradas de inversión extranjera en los mercados de deuda pública de los países que forman parte del índice, dado el mayor volumen de recursos disponibles. Por el contrario, una reducción en los AUM podría traducirse en menores flujos de entrada o incluso en salidas de capital.

Gráfico R2. 6. Evolución de los activos bajo administración del índice GBI-EM Global Diversified (miles de millones de dólares)



Fuente: JP Morgan.

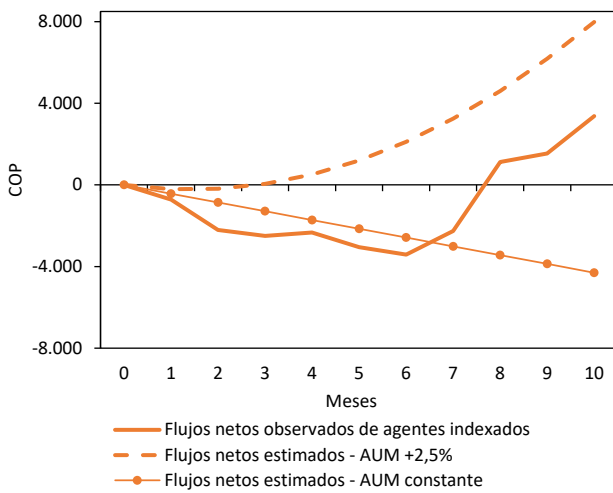
Para evidenciar la relevancia de los AUM en los flujos de los inversionistas indexados, se compararon los flujos observados con dos escenarios: uno en el que los AUM se mantienen constantes durante el periodo de rebalanceo y otro en el que aumentan un 2,5% de forma gradual (**Gráfico R2. 7 y Gráfico R2. 8**). El primer ejercicio, que aísla el efecto de la reducción en la ponderación de Colombia sin considerar cambios en los AUM, sugiere que las salidas habrían alcanzado COP 5 b y COP 8 b durante los procesos de inclusión de China e India, respectivamente (líneas con marcadores en forma de círculo en los gráficos). Estos flujos se estiman partiendo de la caída porcentual en el peso de Colombia en el índice durante los procesos de rebalanceo, para después calcular la reducción que deberían tener los portafolios de deuda pública colombiana de los inversionistas clasificados como indexados debido a este ajuste, teniendo en cuenta también una serie de supuestos adicionales⁶. En contraste, el segundo ejercicio incorpora un aumento acumulado de 2,5% en los AUM del índice, distribuido en incrementos mensuales de 0,25%⁷ (líneas punteadas en los gráficos). Así, se supone que estos aumentos se reflejan como entradas adicionales al portafolio de deuda pública de los inversionistas clasificados como indexados y, por lo tanto, se traducen en flujos netos de compra de estos agentes.

⁶ El ejercicio se basa en los siguientes supuestos: *i*) los inversionistas clasificados como indexados, que representan el 53% de las tenencias de extranjeros en deuda pública, replican estrictamente la composición del índice, sin margen de desviación; *ii*) no se presentan variaciones en los factores de mercado durante los próximos diez meses, es decir, se asume estabilidad tanto en los precios de los títulos de deuda pública como en la tasa de cambio representativa del mercado (TRM); y *iii*) los inversionistas clasificados como no indexados no realizan ajustes en sus posiciones de deuda pública a lo largo del periodo de análisis.

⁷ Este supuesto se fundamenta en el crecimiento promedio observado en los AUM durante los tres eventos de rebalanceo analizados en este recuadro

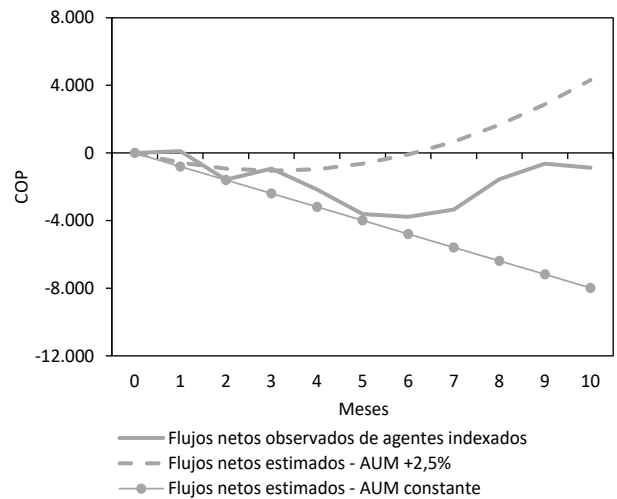
De esta manera, al tener en consideración los cambios en la ponderación de Colombia y los AUM del índice, se considera que este segundo factor pudo incidir en la recuperación de los flujos de inversión extranjera indexada hacia el cierre de los periodos de ajuste por la inclusión de India y China. Si bien el primer ejercicio sugiere una presión vendedora importante por parte de los inversionistas extranjeros indexados, por el efecto de la disminución en la ponderación de Colombia, el segundo ejercicio muestra que, si se consideran aumentos en los AUM, estos efectos se pueden aminorar, como se observó también con los datos observados para ambos eventos de rebalanceo.

Gráfico R2. 7. Flujos netos mensuales acumulados de inversión extranjera en deuda pública clasificada como indexada al índice GBI-EM Global Diversified – durante el proceso de inclusión de China (miles de millones)



Fuente: BanRep.

Gráfico R2. 8. Flujos netos mensuales acumulados de inversión extranjera en deuda pública clasificada como indexada al índice GBI-EM Global Diversified – durante el proceso de inclusión de India (miles de millones)



Fuente: BanRep.

Conclusiones

Los procesos de rebalanceo del índice GBI-EM pueden generar impactos significativos sobre los flujos de inversión extranjera en el mercado de deuda pública, dado que una proporción relevante de los inversionistas que participan en este segmento replica la composición del índice, lo cual también puede afectar la sensibilidad del mercado a factores externos. En este contexto, cambios en la ponderación de un país dentro de la canasta implican ajustes en los portafolios de estos agentes, los cuales se traducen en presiones de compra o venta sobre los títulos de deuda soberana de dicho país. En particular, cuando nuevos emisores son incorporados al índice, como ocurrió con China en 2020 e India en 2024, la participación relativa de otros países, entre ellos Colombia, tiende a disminuir, generando salidas de capital por parte de inversionistas indexados.

Un factor clave que incide en la magnitud y dirección de estos flujos es la evolución de los AUM del índice GBI-EM. Durante los procesos de rebalanceo analizados, se han observado aumentos en los AUM que podrían estar asociados con las recuperaciones en los flujos de inversión extranjera hacia el final de dichos periodos. Estos incrementos en los AUM tienden a suavizar las presiones de venta derivadas de una menor ponderación relativa, e incluso pueden generar

Reporte de Mercados Financieros

compras netas, como se evidenció durante la inclusión de China e India. Por el contrario, caídas en los AUM amplifican las presiones de venta, como ocurrió al inicio del proceso de inclusión de India. Por lo tanto, el monitoreo oportuno de la evolución de los AUM resulta fundamental para anticipar el impacto potencial de estos rebalances sobre el mercado local de deuda pública.

Adicionalmente, se ha identificado que los inversionistas extranjeros clasificados como indexados tienden a anticiparse a los cambios en la composición del índice, concentrando las ventas más significativas al inicio del periodo de rebalanceo. Este comportamiento fue evidente en los procesos de inclusión de China e India, donde se observaron flujos de salida relevantes al comienzo, seguidos por una recuperación parcial, posiblemente influida por variaciones en los AUM.

Referencias

Arslanalp, Serkan and Takahiro Tsuda. (2015) *“Emerging Market Portfolio Flows: The Role of benchmark” Driven Investors,” IMF Working Paper, 263.*

Balston, Marc and Lionel Melin. (2013) *“Foreign Demand for EM Local Currency Debt,” Deutsche Bank EM Monthly: Diverging Markets.*

Botero, O., Murcia, A. y Villamizar, M. (2025) *“Foreign investment dynamics: The impact of benchmark-driven versus unconstrained investors on local credit conditions”.* Borradores de Economía 1309, Banco de la Republica de Colombia.

Raddatz, Claudio, Sergio Schmukler, and Tomas Williams. (2017) *“International asset allocations and capital flows: The benchmark effect”.* *Journal of International Economics, 108.*

Romero, J. V., Vargas, H., Cardozo, P., y Murcia, A. (2021) *“How foreign participation in the Colombian local public debt market has influenced domestic financial conditions”.* *Latin American Journal of Central Banking.*

Sushko, V., y Turner, G. (2018) *“The implications of passive investing for securities markets”.* *BIS Quarterly Review.*