



## Comentario Económico

### Investigaciones Económicas

#### Resumen

- *El inicio de 2023 ha sido favorable para los mercados financieros internacionales. Las expectativas de una postura menos contractiva de la Fed, la reciente evidencia que ratifica el techo inflacionario en varias economías del mundo, y la diversificación de monedas de reservas de los inversionistas, han sido el motor de las valorizaciones que se han observado en las últimas semanas.*
- *Consecuentemente, este comportamiento también ha sido impulsado por una debilidad del dólar que comenzó desde septiembre del año pasado. Históricamente, un dólar débil apoya la demanda por activos de riesgo y esta vez no ha sido la excepción. Los flujos de inversión de portafolio que entraron a mercados emergentes en 4T22 fueron el 69% del total de todo 2022, algo que es consistente con las valorizaciones de acciones, bonos y monedas en emergentes que han superado los registros de sus pares de mercados avanzados.*
- *Aunque la evolución en los mercados de LATAM también responde a este contexto, la corrección de los activos en Colombia ha estado algo desalineada. Parte de este desajuste se sustenta por riesgos idiosincráticos que han presionado la prima de riesgo, pero que son de naturaleza transitoria. El resto está siendo explicado por un incremento permanente en la percepción de riesgo-país que limita el espacio de valorizaciones, a pesar de la fuerte entrada de flujos de inversionistas extranjeros vista en las primeras semanas de enero.*
- *Según nuestros cálculos, cerca de 80 pbs de la mayor prima de riesgo observada desde el año pasado es de carácter estructural. Los principales factores determinísticos han sido la pérdida del grado de inversión en 2021, así como el aumento en los diferenciales de tasas de interés de Colombia y EEUU, que en 2022 alcanzó un máximo no visto desde 2009. Desde esta óptica, el margen de valorizaciones de los activos locales luce acotado en 2023.*

Fabio D. Nieto  
Economista Jefe  
[fabio.nieto@bancoagrario.gov.co](mailto:fabio.nieto@bancoagrario.gov.co)

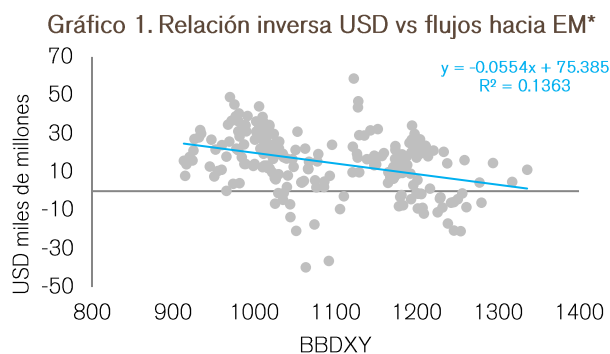
Gabriel F. Granados  
P.S. – Mercados Financieros  
[gabriel.granados@bancoagrario.gov.co](mailto:gabriel.granados@bancoagrario.gov.co)



## ¿Cambio estructural?

El arranque de año para los activos financieros ha sido favorable, luego de un difícil 2022 afectado por el fuerte endurecimiento monetario en buena parte del mundo para combatir la inflación y garantizar la estabilidad macroeconómica (ver “Un costo llamado oportunidad” en [CE – Diciembre 20 de 2022](#)).

Con excepción de los precios de los *commodities*, que siguen bajo presión por los riesgos de una fuerte desaceleración económica, los índices de renta variable y renta fija vienen evidenciando un desempeño sobresaliente. La ratificación de un techo inflacionario en 4T22 en varias economías avanzadas, especialmente en EEUU, ha impulsado el optimismo en el mercado en torno a la necesidad de una postura menos contractiva de la Fed este año, incluso con la posibilidad de recortes de tasas de interés hacia finales de este año.



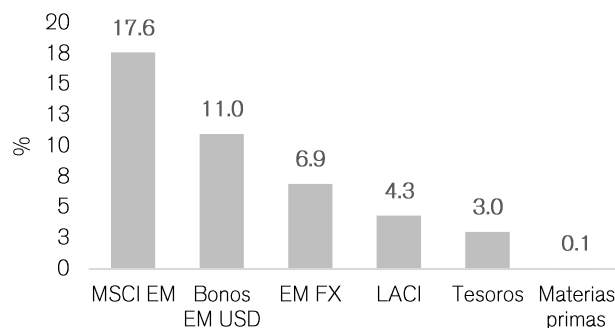
Fuente: IIF y Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Datos mensuales desde enero de 2001 hasta diciembre de 2022.

Este comportamiento viene impulsado por una debilidad del dólar que inició desde septiembre de 2022, momento en el cual su cotización frente a otras monedas de reserva alcanzó máximos de 2 décadas. El cierre del diferencial de tasas de interés entre EEUU y otros avanzados ha sido el principal determinante de este comportamiento, motivando al mismo tiempo una diversificación por otras monedas de reserva y una mayor demanda por activos de riesgo, entre los que se encuentran los de mercados emergentes.

Como históricamente ha ocurrido, la debilidad del dólar favorece la inversión de portafolio hacia emergentes (Gráfico 1), y el contexto reciente no ha sido la excepción.

Mientras que el valor relativo del dólar ha perdido cerca de 10.3% desde el pico del año pasado, los flujos de entrada hacia emergentes (sin China) han acumulado USD 40,300 millones, es decir, el 69% del flujo total que ingresó en todo 2022.

**Gráfico 2. Valorizaciones desde pico USD en sep-22**



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En este entorno, el índice MSCI de renta variable de emergentes (MSCI EM) registra una valorización de 17.6% frente al pico del dólar en 2022, superior al 10% del MSCI mundo y al 9% promedio que registran los índices de acciones en Europa. Por su parte, el índice de Bloomberg de deuda pública en USD de emergentes (Bonos EM USD) se ha valorizado 11%, casi 4 veces la valorización registrada por el índice de los Tesoros de EEUU durante el mismo periodo de tiempo (Gráfico 2). Las monedas de los emergentes también han ganado terreno y se han apreciado 6.9% frente al dólar.

Todos los activos en LATAM han respondido a este contexto internacional. En promedio, la percepción de riesgo-país en la región, medida con los CDS a 5 años, ha descendido 63 pbs y sus monedas se han apreciado un 4.3% (Gráfico 2).

A pesar de lo anterior, llama la atención como en el caso de Colombia esa corrección, tanto en la prima de riesgo como en el peso, ha sido inferior en magnitud frente al promedio regional.

En efecto, el diferencial de los CDS 5 años de Colombia contra el resto de LATAM se sitúa en 116 pbs, superior al promedio de 103 pbs de todo 2022 y apenas 10 pbs por debajo de los niveles observados en septiembre del año pasado. Por su parte, la tasa de cambio se sitúa cerca de



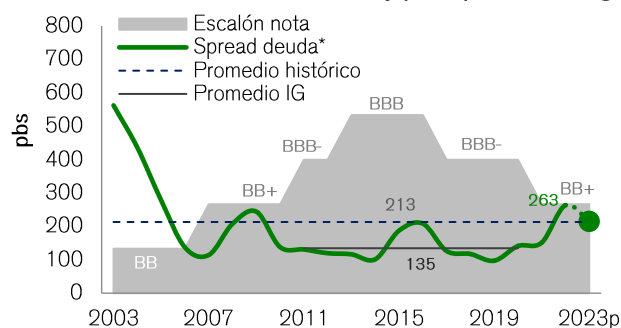
4700 pesos, casi 700 pesos por encima de los niveles que sugieren algunos contrafactuales asumiendo el mismo movimiento del resto de pares en la región.

¿Qué factores pueden explicar lo anterior? Parte de este resultado se sustenta por el aumento en la incertidumbre política que ha castigado significativamente la prima de riesgo de Colombia desde el año pasado. El ciclo político tiende a elevar la percepción de riesgo-país, pero es un suceso de naturaleza transitoria.

En nuestra opinión, existen dos factores que también están limitando el espacio de ajuste de los activos locales. Pero a diferencia del factor político-idiosincrático, estos son de carácter estructural.

En primer lugar, la pérdida del grado de inversión (IG). Vale la pena recordar que Colombia perdió el grado de inversión (IG) en julio de 2021, bajando desde BBB- hasta BB+ a ojos de Fitch Ratings.

Gráfico 3. Relación nota soberana y percepción de riesgo



Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Promedio año diferencial rendimientos TESUSD 5 años y Tesoros 5 años.

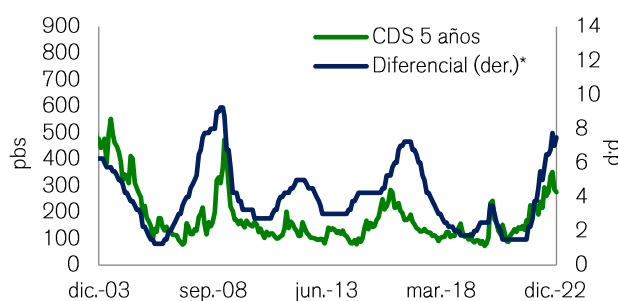
Los gobiernos sin IG deben pagar una prima de riesgo más alta frente a aquellos que sí lo tienen. Según un documento recientemente publicado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP), la prima de riesgo de bonos emitidos por gobiernos sin IG es superior en 35 pbs a la de los bonos soberanos con IG.

El efecto marginal en dichos diferenciales puede variar en función de la nota soberana actual, así como de características estructurales de los países como el ingreso

per cápita y la percepción de corrupción. Para el caso de países como Colombia, el análisis empírico encontró que el efecto marginal de perder el IG puede implicar entre 24 y 45 pbs de mayor prima de riesgo, controlando por esas características estructurales<sup>1</sup>.

Lo anterior también se puede demostrar comparando el promedio de la prima de riesgo de Colombia cuando tuvo IG durante los últimos 20 años. En efecto, en los 10 años que Colombia tuvo IG, el promedio del diferencial de los rendimientos de los bonos de Colombia en USD y los Tesoros de EEUU fue de 135 pbs, cerca de unos 80 pbs por debajo del promedio histórico (Gráfico 3). Entre 2021 y 2022, el promedio-año de la prima de riesgo aumentó más de 1 p.p. hasta 263 pbs, e incluso superó ampliamente el promedio histórico de 213 pbs.

Gráfico 4. Diferencial de tasas de política monetaria



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.  
\*Diferencial entre la tasa de referencial de BanRep y de la Reserva Federal.

En segundo lugar, el diferencial entre las tasas de interés de Colombia y EEUU, un determinante de largo plazo de la prima de riesgo, aumentó significativamente en 2022 (Gráfico 4). En efecto, este diferencial alcanzó en octubre de 2022 niveles de 7.8 p.p., un máximo no visto desde febrero de 2009, cuando superó la barrera de los 9 p.p. Durante ese año, la prima de riesgo alcanzó máximos de 475 pbs, aunque es importante advertir que en esa época Colombia no tenía el IG.

Teniendo en cuenta que el aumento de la prima de riesgo en 2022 exhibe cierta sobreacción, creemos que en 2023 existe un espacio de corrección que podría favorecer la demanda por activos locales, apoyada por el

<sup>1</sup> Acosta, J.R. y Gaona, J. (2022). Identificación de efectos heterogéneos de la calificación soberana sobre los spreads: estimación con variables instrumentales. *Nota Fiscal*.



actual contexto de los mercados a nivel mundial. La reducción esperada para 2023 en el diferencial de tasas de interés de BanRep y la Fed, según las expectativas del mercado y analistas, también justifica esta perspectiva.

Sin embargo, dicho ajuste sería máximo de hasta 50 pbs, con lo cual la prima de riesgo se alinearía a sus promedios históricos. Un ajuste más allá de estos niveles en la prima de riesgo luce improbable, teniendo en cuenta el cambio estructural tras la pérdida del IG y unos diferenciales de tasas más altos.

Consistente con lo anterior, la valorización esperada sobre los activos locales en 2023 también luce acotada. Esto refuerza nuestra expectativa de un cierre de año de 4735 pesos para la tasa de cambio y de 11.5% para los rendimientos de los TES de largo plazo.



AVISO LEGAL: Toda la información contenida en este documento está basada en fuentes que se consideran confiables, y ha sido elaborada por los integrantes del área de Investigaciones Económicas del Banco Agrario de Colombia. Sin embargo, no constituyen una propuesta o recomendación alguna por parte del Banco para la negociación de sus productos y/o servicios, por lo cual la entidad no se hace responsable de malas interpretaciones o distorsiones que del presente informe hagan terceras personas. El uso de la información de este documento es responsabilidad exclusiva de cada usuario.

---

DISCLAIMER: All information contained in this document is based on reliable sources and has been prepared by the Economic Research staff of Banco Agrario de Colombia. However, our opinions are not a recommendation by the Bank for trading their products. The Bank is not responsible for misinterpretations or distortions about the information of this report. Use of the information in this document is responsibility of each user.

---