

Evolución de los mercados financieros locales en tiempos de la PANDEMIA del COVID-19

CARLOS MONTORO*, FERNANDO PÉREZ**,
Y MIRIAM LUNA***

En el presente artículo se analizan la situación de los mercados financieros locales y el desempeño regional en un contexto caracterizado por el choque del COVID-19.



* Gerente de Política Monetaria del BCRP
carlos.montoro@bcrp.gob.pe



** Subgerente de Diseño de Política Monetaria del BCRP
fernando.perez@bcrp.gob.pe



*** Especialista Senior, Departamento del Programa Monetario del BCRP
miriam.luna@bcrp.gob.pe

Los efectos de la transmisión del choque asociado a la pandemia del COVID-19 sobre la economía peruana, en especial durante el periodo de aislamiento social, se han reflejado en los mercados financieros. Estos han registrado i) una mayor volatilidad del tipo de cambio, de los índices de la Bolsa de Valores y de los rendimientos de los bonos de gobierno, ii) un incremento de los *spreads* crediticios, iii) una mayor demanda de liquidez en el sistema financiero, y iv) volatilidad en la participación de inversionistas no residentes en los mercados de deuda y renta variable. Así, si bien este choque a nivel global venía ya generando un mayor nivel de incertidumbre desde del mes de enero, el impacto en el Perú comenzó a observarse en marzo y en particular a partir del inicio del estado de emergencia¹. Es importante señalar que las medidas implementadas por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) han contribuido a mitigar el impacto de la crisis sanitaria en los mercados financieros locales.

En el presente artículo se describe el comportamiento de los mercados financieros locales de renta fija, cambiario y de renta variable desde el inicio de la expansión del virus a nivel global (30 de diciembre de 2019) hasta el 27 de julio de 2020.

MERCADO DE RENTA FIJA GUBERNAMENTAL

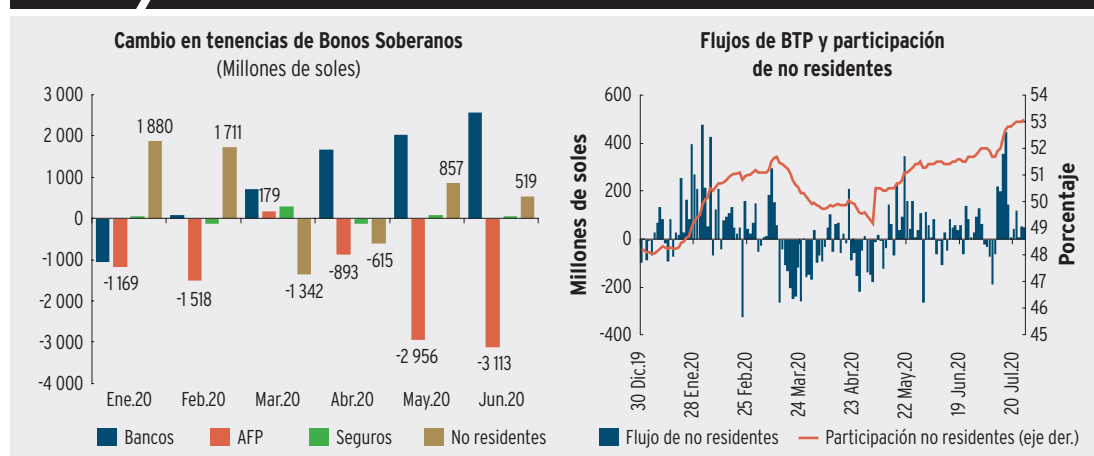
El mercado de bonos gubernamentales peruano se caracteriza por la alta participación de inversionistas no residentes (53,1 por ciento al 24 de julio de 2020)², lo cual hace que sea susceptible a la volatilidad proveniente de choques externos, como se observa también en otras economías emergentes³. Así, en marzo y junio de 2020 los inversionistas no

residentes disminuyeron sus tenencias de Bonos del Tesoro Público en soles (BTP) en S/ 1 957 millones, mientras que las empresas bancarias destacaron por la mayor demanda por estos papeles, principalmente en mayo. En dicho mes, los inversionistas incrementaron su participación de BTP, mientras que las AFP disminuyeron sus tenencias para realizar el pago a los aportantes asociado a las medidas de inyección de liquidez para contrarrestar los efectos negativos generados por el estado de emergencia por el COVID-19 que incluye el uso de las cuentas individuales de capitalización (CIC).

Similarmente, durante el periodo de mayor incertidumbre (del 10 al 18 de marzo de 2020), la menor demanda de los inversionistas no residentes por los BTP se reflejó también en el incremento de las tasas de interés y rendimientos de estos papeles. Así, las tasas de interés de los BTP aumentaron en promedio 161 puntos básicos, mientras que las tasas de interés de los bonos globales en dólares y euros subieron en 200 y 110 puntos básicos, respectivamente. Al 27 de julio de 2020, la curva de rendimiento de BTP se desplazó hacia abajo en promedio 59 puntos básicos respecto a los niveles registrados en febrero de 2020.

No obstante, la evolución del rendimiento del bono *benchmark* a 10 años en soles, con vencimiento en el año 2029, presentó una alta volatilidad desde la declaración de la pandemia por la OMS. Este comportamiento alcista se acentuó con la declaración del estado de emergencia (incremento de 74 puntos básicos), para luego revertir esta tendencia el 19 de marzo tras la primera reducción de la tasa de referencia del BCRP en 100 puntos básicos, de 2,25 a 1,25 por ciento. Además de la incertidumbre del vi-

GRÁFICO 1 ■ Tenencia de Bonos del Tesoro Público



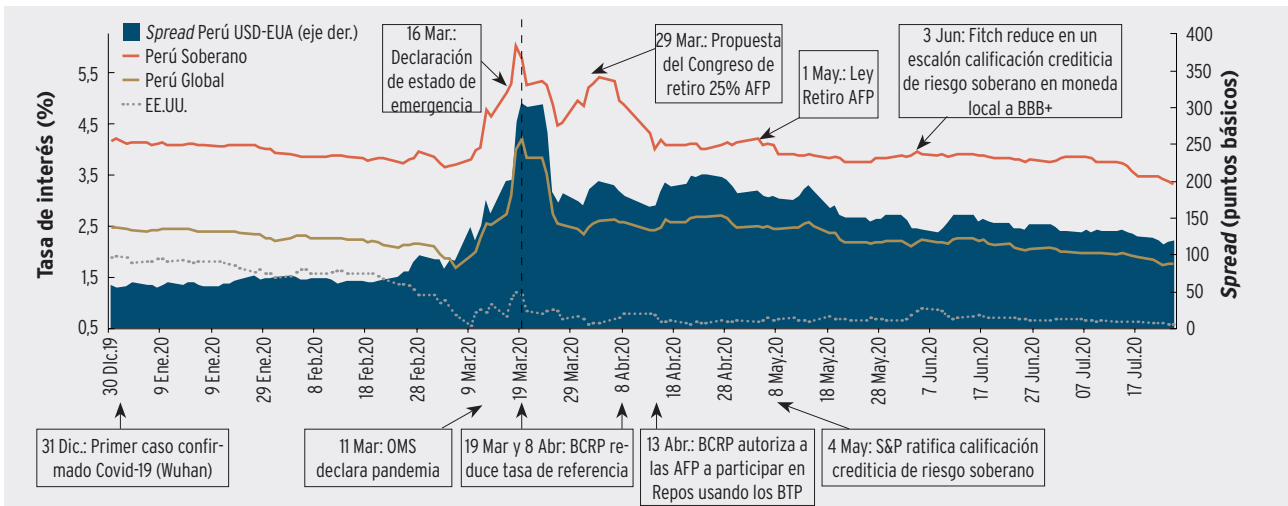
FUENTE: MEF.

¹ La cronología de la crisis del coronavirus inicia el 31 de diciembre de 2019, con el primer caso de COVID-19 en Wuhan, reportado por la Organización Mundial de la Salud (OMS). El 11 de marzo de 2020, la OMS califica oficialmente a este virus como una pandemia y el 15 de marzo 2020 se anuncia el estado de emergencia para el Perú y el inicio del confinamiento social.

² Perú presenta la mayor participación de no residentes en el mercado de renta fija gubernamental en América Latina, seguido de México y de Colombia.

³ Bank for International Settlements (BIS) (2020): "Emerging market economy exchange rates and local currency bond markets amid the Covid-19 pandemic", BIS Bulletin N° 5, Abril.

GRÁFICO 2 ■ Tasa de rendimiento de bono a 10 años – Perú y Estados Unidos (%)



FUENTE: MEF Y REUTERS.

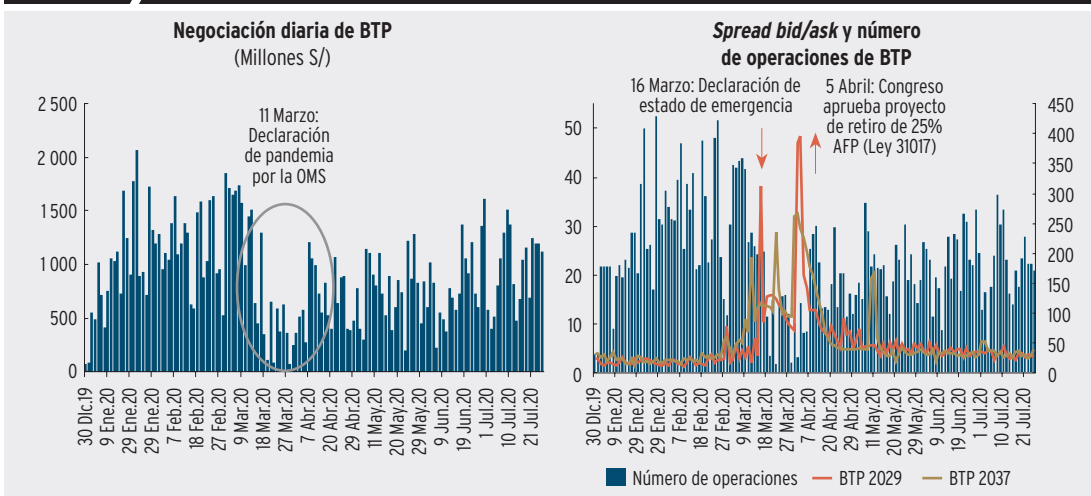
rus en el mercado global, existieron factores locales que explican la desvalorización del bono a 10 años y que acentuaron temporalmente las distorsiones en el mercado de deuda. Así, la propuesta del Congreso de la República del 29 de marzo de 2020, que permitió a los afiliados del sistema privado de pensiones el retiro del 25 por ciento del valor de las inversiones de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), generó presiones al alza en la tasa de rendimiento del bono peruano, que incluso se ubicó por encima del promedio de la región. Por su parte, la publicación de la autorización del BCRP para que las AFP realicen operaciones de reporte con los BTP disminuyó la presión de venta de valores gubernamentales por parte de las AFP, y con ello las tasas de interés se normalizaron. Cabe indicar que el bono a 10 años alcanzó el 24 de julio su nivel mínimo histórico desde el año 2005 (3,32 por ciento).

El impacto del COVID-19 en el mercado de bonos peruanos también se ha reflejado en el mercado

secundario. Por un lado, el monto diario de negociación de BTP disminuyó de un promedio mensual de S/ 1 150 millones en enero de 2020 a S/ 701 millones en abril de 2020, mientras que el número de operaciones diarias se redujo dramáticamente luego de la declaración del estado de emergencia en Perú. Así, en los días 23 y 29 de marzo se registraron los menores niveles de negociación en el año (S/ 92 y S/ 75 millones, respectivamente) y de número de órdenes para realizar operaciones (15 y 16, respectivamente). La menor liquidez en los BTP también se trasladó a los *spreads bid/ask* del precio de los bonos más transados (BTP 2029 y BTP 2037). El *spread* aumentó de un nivel promedio de 2 puntos básicos hasta 38 puntos básicos el 16 de marzo de 2020 y en 48 puntos tras la aprobación del proyecto de retiro de fondos de las AFP por parte de los afiliados el 3 de abril.

Esta mayor aversión al riesgo e incertidumbre por el efecto del COVID-19 revirtió la tendencia observada en años previos a nivel mundial, donde

GRÁFICO 3 ■ Liquidez del mercado de renta fija gubernamental

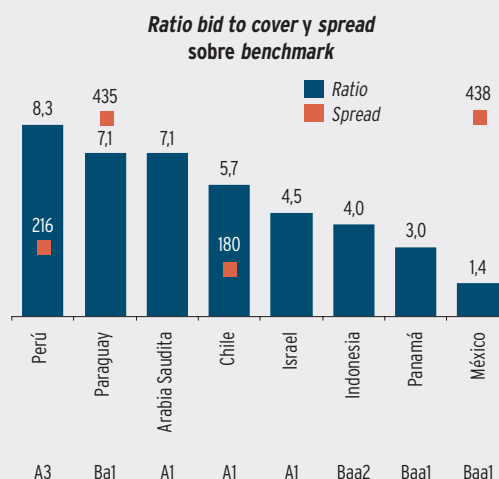


FUENTE: MEF.

GRÁFICO 4 Colocación de bonos globales en el mercado internacional

País	Perú	Perú	Panamá	México	México	México	Paraguay	Chile
Fecha de subasta	16-Abr-20	16-Abr-20	26-Mar-20	22-Abr-20	22-Abr-20	22-Abr-20	23-Abr-20	5-May-20
Fecha de vencimiento	23-Ene-26	23-Ene-31	1-Abr-56	27-Abr-25	27-Abr-32	27-Abr-51	28-Abr-31	31-Ene-31
Plazo (años)	5	10	36	5	12	31	10	10
Monto emitido	1000	2000	2500	1000	2500	2500	1000	1458
Monto demandado		25 000	7500		8400		7100	8240
Tasa cupón (%)	2,392	2,783	4,5	3,9	4,75	5	4,95	2,45
Tasa de rendimiento (%)	2,392	2,783	4,5	4,13	5	5,5	4,95	2,45
Precio	100,002	100,002	100	98,99	97,96	92,6	100	99,96
Spread sobre treasury	204	216	307	375	438	427	435	180
Calificación crediticia								
Moodys	A3		Baal	Baal			Bal	A1
Fitch	BBB+		BBB	BBB-			BB+	A
S&P	BBB+		BBB+	BBB				A+

FUENTE: BVL, MEF Y SMV.



los inversionistas globales compraban bonos con alto riesgo crediticio para compensar las tasas de rendimiento negativas observadas en los mercados desarrollados. En cambio, al día de hoy, la demanda está orientada hacia valores de deuda de economías con sólidos fundamentos macroeconómicos, entre las que se encuentra el Perú. En este contexto, el Gobierno peruano colocó el 16 de abril de 2020 US\$ 3 000 millones en el mercado internacional, con el objetivo de financiar la reactivación de la actividad económica. En particular, la demanda por los nuevos bonos globales en dólares con vencimiento en los años 2026 y 2031 ascendió a US\$ 25 000 millones. Asimismo, las tasas de interés presentan *spreads* crediticios sobre los bonos del Tesoro Americano de 204 y 216 puntos básicos, y sus precios se ubicaron sobre la par. Cabe destacar que el ratio *bid to cover* de Perú ha sido uno de los más altos entre las últimas colocaciones de economías emergentes en el mercado internacional (8,3 veces), así como uno de los

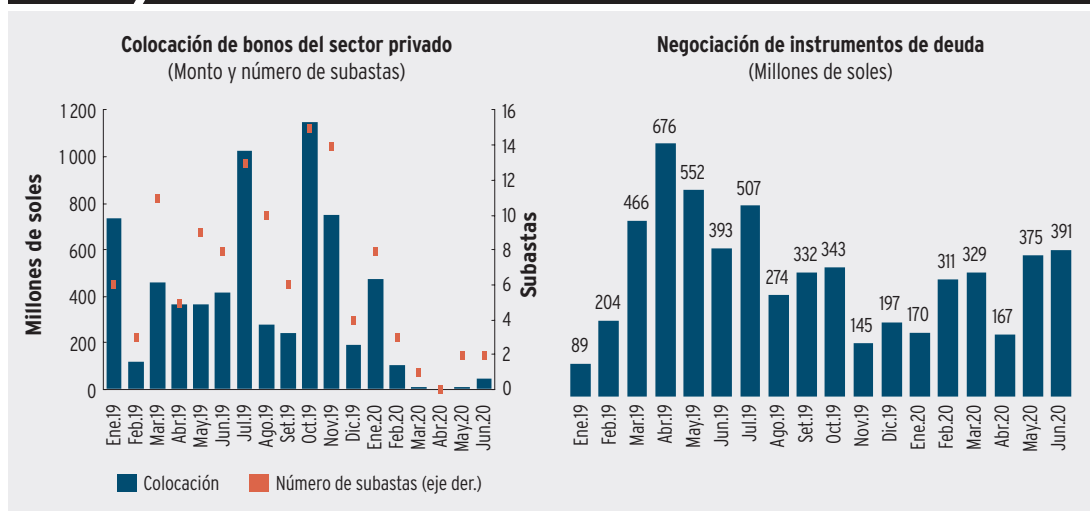
spreads crediticios más bajos al plazo de 10 años, por debajo de Paraguay y México y por encima de Chile.

MERCADO DE RENTA FIJA DEL SECTOR PRIVADO

En el caso del mercado de deuda del sector privado, las colocaciones por oferta pública han alcanzado los niveles más bajos de los últimos meses (S/ 14 millones en marzo y ninguna emisión en abril). En el caso del mercado secundario, la negociación de instrumentos de deuda en la BVL descendió de S/ 676 millones en abril de 2019 a S/ 167 millones en abril de 2020 y se recuperó en mayo (S/ 375 millones) y junio (S/ 391 millones). Asimismo, la participación de los inversionistas no residentes en valores locales, tanto en moneda local como en moneda extranjera, disminuyó ligeramente entre marzo y mayo 2020 en S/ 23 millones y US\$ 4 millones, respectivamente.

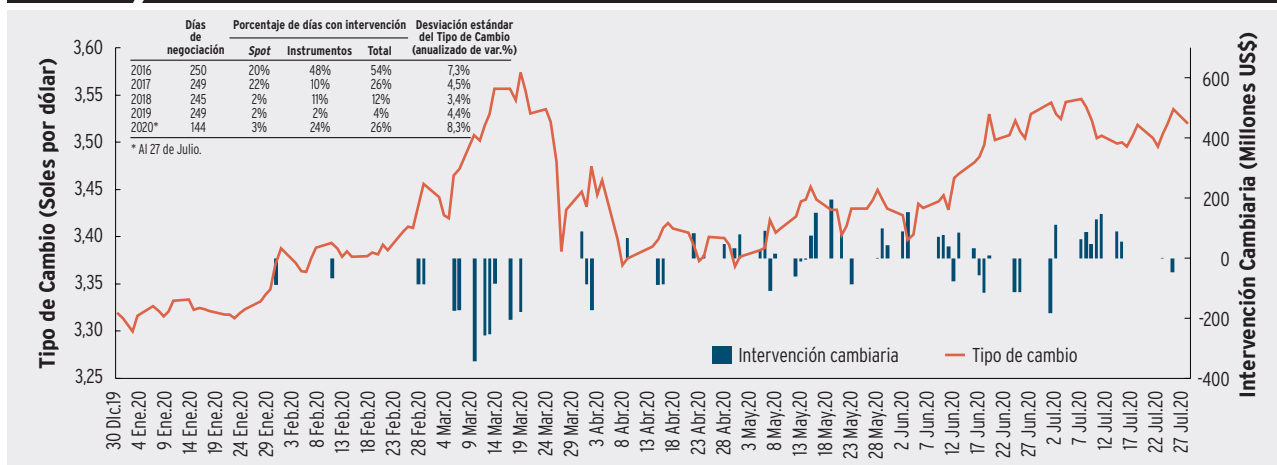
En cuanto a la situación actual de las empresas peruanas en el mercado externo, entre junio y

GRÁFICO 5 Mercado de renta fija del sector privado



FUENTE: SMV.

GRÁFICO 6 ■ Tipo de cambio e intervención cambiaria del BCRP¹



1/ INCLUYE: COMPRAS/VENTAS DE DÓLARES EN EL MERCADO SPOT Y COLOCACIONES DE CDLD BCRP, CDR BCRP Y SWAPS CAMBIARIOS.

FUENTE: MEF Y REUTERS.

julio cuatro empresas han accedido al mercado de capitales para vender US\$ 2 150 millones en bonos, mayor monto promedio mensual desde el año 2014. Así, el saldo de valores emitidos en el exterior asciende a US\$ 24 361 millones y en los próximos meses vencerán US\$ 671 millones en papeles de empresas peruanas⁴, con lo que estas podrían continuar accediendo al mercado de capitales próximamente y así refinanciar su deuda. Cabe destacar que las empresas emisoras peruanas destacaron por tener altos niveles de liquidez, rentabilidad y baja exposición cambiaria como apalancamiento hasta diciembre de 2019, lo cual les permitiría enfrentar el entorno de negocios negativo⁵.

MERCADO CAMBIARIO

En el caso del mercado cambiario, el comportamiento del sol fue afectado en marzo 2020 por i) el *sell-off* generalizado en los activos financieros asociado a la rápida expansión del COVID-19 después de la denominación de la OMS de la pandemia; ii) el aumento de la aversión global al riesgo a niveles históricos tras la rápida expansión del virus fuera de China; iii) la caída del precio internacional del petróleo; y iv) mayores temores de una recesión global. Una fuente adicional de volatilidad en el mercado local provino de la propuesta de retiro del 25 por ciento de los fondos de las AFP por parte de los afiliados. A pesar de ello, el sol presentó la menor volatilidad cambiaria en la región, destacando como el único país que registró una apreciación (0,7 por ciento) respecto a sus pares regionales (depreciación de 14,1 por ciento). Sin embargo, la volatilidad del tipo de cambio peruano en marzo presentó uno de sus niveles más altos desde la crisis financiera internacional *subprime* 2007-2009.

Posteriormente, en abril, la tendencia del tipo de cambio fue de una ligera depreciación, a pesar

de observarse un entorno de menor aversión al riesgo por el mayor estímulo monetario tanto en la economía local como en las economías avanzadas, la publicación de resultados corporativos menos desfavorables que lo previsto y la recuperación del precio de los principales *commodities*. Al 27 de julio, el sol presenta una ligera tendencia apreciativa, en línea con las monedas de la región por el debilitamiento del dólar y mayor confianza en las políticas de estímulo económico.

En este contexto, desde el 16 de marzo, día del máximo nivel del Índice VIX, hasta el 27 de julio de 2020, el BCRP intervino en el mercado cambiario, principalmente en el mercado de derivados, a través de subastas de *swaps* cambiarios venta por S/ 7 487 millones (US\$ 2 157 millones), la colocación de Certificados de Depósitos Reajustables por S/ 3 180 millones (US\$ 910 millones), operaciones en la mesa de negociación (US\$ 32 millones de compras y US\$ 7 millones de ventas).

“

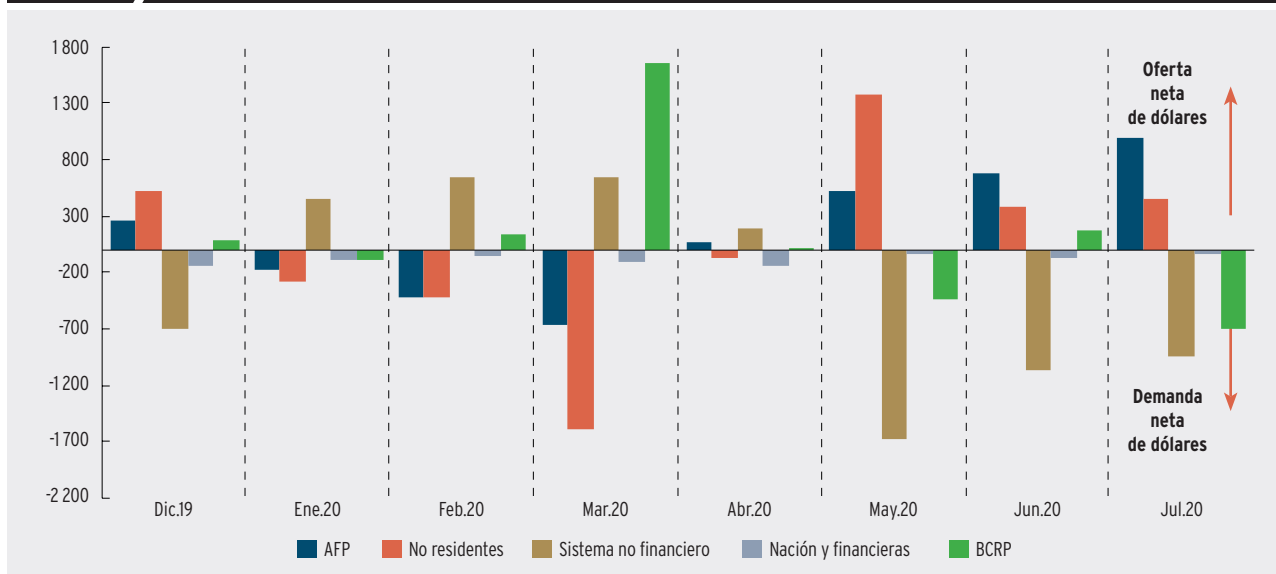
(...) al día de hoy, la demanda está orientada hacia valores de deuda de economías **con sólidos fundamentos macroeconómicos, entre las que se encuentra el Perú.**

”

⁴ Correspondientes a empresas financieras. En 2021 vencen US\$ 339 millones.

⁵ Fitch Ratings, 2020, “Rating Effects of Coronavirus on Peruvian Corporates”, Abril.

GRÁFICO 7 ■ Flujos al mercado cambiario (*spot* y derivados) (Millones US\$)



* AL 24 DE JULIO.
FUENTE: BCRP.

Desde abril, los bancos han realizado operaciones de vencimiento anticipado (*unwind*) de *swaps* cambiarios venta por S/3 667 millones (US\$ 1 051 millones). Asimismo, en abril de 2020 el BCRP autorizó a las AFP a realizar operaciones de venta *spot* en moneda extranjera con el objetivo de reducir la volatilidad en el tipo de cambio asociada a la potencial venta de moneda extranjera para financiar el retiro de los fondos de pensiones de los afiliados.⁶

Cabe destacar que la intervención del BCRP, principalmente a través de instrumentos derivados, ha mitigado de forma efectiva las presiones en el mercado cambiario. Con ello, la volatilidad anual del sol destaca como la más baja en la región.

“ Además de la incertidumbre del virus en el mercado global, existieron factores locales que explican la desvalorización del bono a 10 años y que acentuaron temporalmente las distorsiones en el mercado de deuda. ”

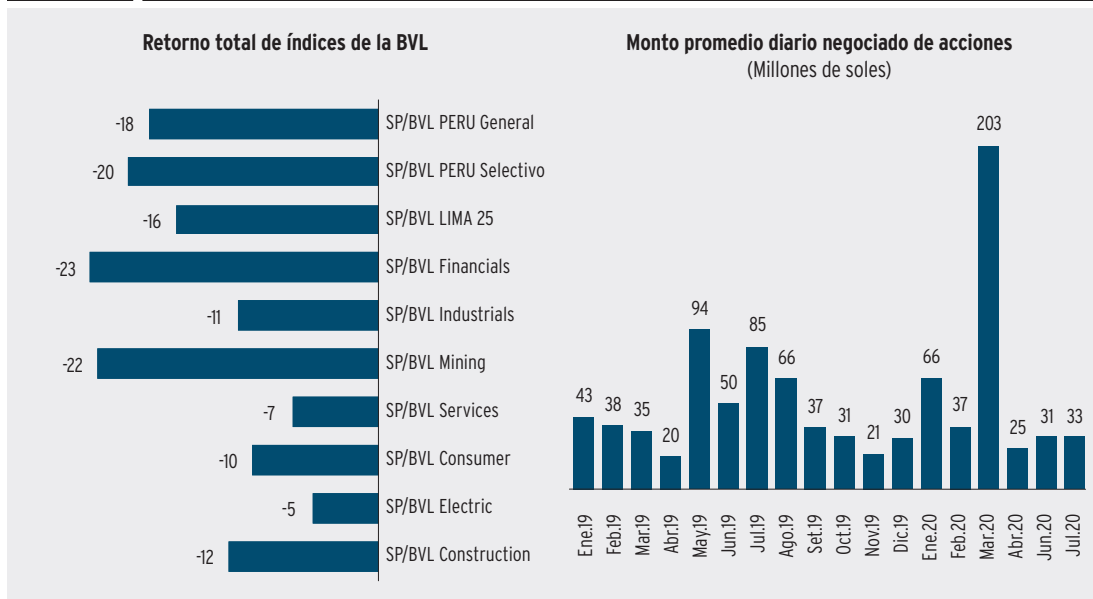
En marzo, la demanda neta de dólares en el mercado *spot* y de derivados de las AFP e inversionistas no residentes fue de US\$ 1 581 millones, la cual fue cubierta con las ventas de dólares de las empresas del sistema no financiero y la participación del BCRP. En abril el flujo cambiario neto de oferta de dólares (US\$ 76 millones) provino principalmente de las ventas de dólares en el mercado *spot* de las AFP, para contar con la liquidez necesaria para cubrir el retiro de fondos aprobados en los dos decretos de urgencia (D.U. 034-2020 y D.U. 038-2020) por S/ 8 360 millones y la Ley 31017 de retiro extraordinario de hasta el 25% de la CIC⁷. En mayo y julio se registró una oferta neta de dólares de US\$ 658 millones, mientras que en el mercado *spot* se observa una demanda neta de dólares especialmente de las empresas del sector no financiero, en el mercado de derivados la oferta neta de dólares proviene de los inversionistas no residentes y las AFP.

En el caso de la negociación del mercado cambiario, no se observa un cambio significativo en el monto transado en los mercados locales y *off-shore*. En particular, las AFP destacan con la venta de dólares en el mercado *spot* en mayo 2020. En el mercado local, la negociación promedio diaria *spot* interbancario disminuyó de US\$ 525 millones en febrero a US\$ 452 millones en marzo y a US\$ 335 millones en abril. Finalmente, en el mercado *off-shore*, la negociación promedio diaria aumentó de US\$ 2 324 millones en febrero a US\$ 2 512 millones en marzo.

⁶ Adicionalmente, las AFP han accedido a liquidez en soles por parte del BCRP a través de repos con Bonos del Tesoro Público para mitigar el efecto del retiro de los fondos.

⁷ De acuerdo con el boletín diario de la Asociación de AFP, al 16 de julio el número de solicitudes registradas por los D.U. 034 y 038 se ubica en 2,8 millones, mientras que por la Ley 31017 las solicitudes recibidas ascienden a 3,9 millones. El desembolso por el retiro extraordinario del 25 por ciento ascendió a S/ 19 246 millones.

GRÁFICO 8 Mercado de acciones



FUENTE: BVL Y SMV.

MERCADO DE RENTA VARIABLE

Las bolsas de valores globales fueron las primeras en incorporar el impacto de la expansión del coronavirus en las economías avanzadas como emergentes. En enero y febrero, el Índice General de la BVL presentaba un desempeño menor que el promedio regional, aunque el desplome de los índices de bolsas globales y los aumentos históricos en la volatilidad diaria no han ocasionado un deterioro significativo. El mes de marzo constituye uno de los peores meses para esta clase de activos: la bolsa de valores de Estados Unidos tuvo cuatro *circuit breakers* los días 9, 12, 16 y 18 de marzo de 2020, con el propósito de prevenir mayores caídas en la bolsa.

En términos de negociación, la liquidación de valores de renta variable de la BVL de marzo aumentó. Las compras y ventas promedio diaria aumentaron a S/ 203 millones en marzo, cifra superior al promedio de los últimos doce meses. En abril y mayo, las transacciones de renta variable volvieron a niveles previos a la intensificación de la crisis.

DESEMPEÑO REGIONAL

Los principales activos en las economías emergentes vienen presentando desde marzo de 2020 un desempeño inferior al observado en la gran crisis financiera 2007-2008. En términos de flujos especializados en deuda emergente, estos presentan una mayor magnitud y volatilidad en la actual crisis sanitaria. En el caso de las monedas, el desempeño del sol es aún mejor al presentado en el episodio de turbulencia de la crisis *subprime*. Similarmente, las tasas de interés de los bonos a 10 años en moneda local han retornado en la mayoría de economías de la región a sus niveles



Los principales activos en las economías emergentes

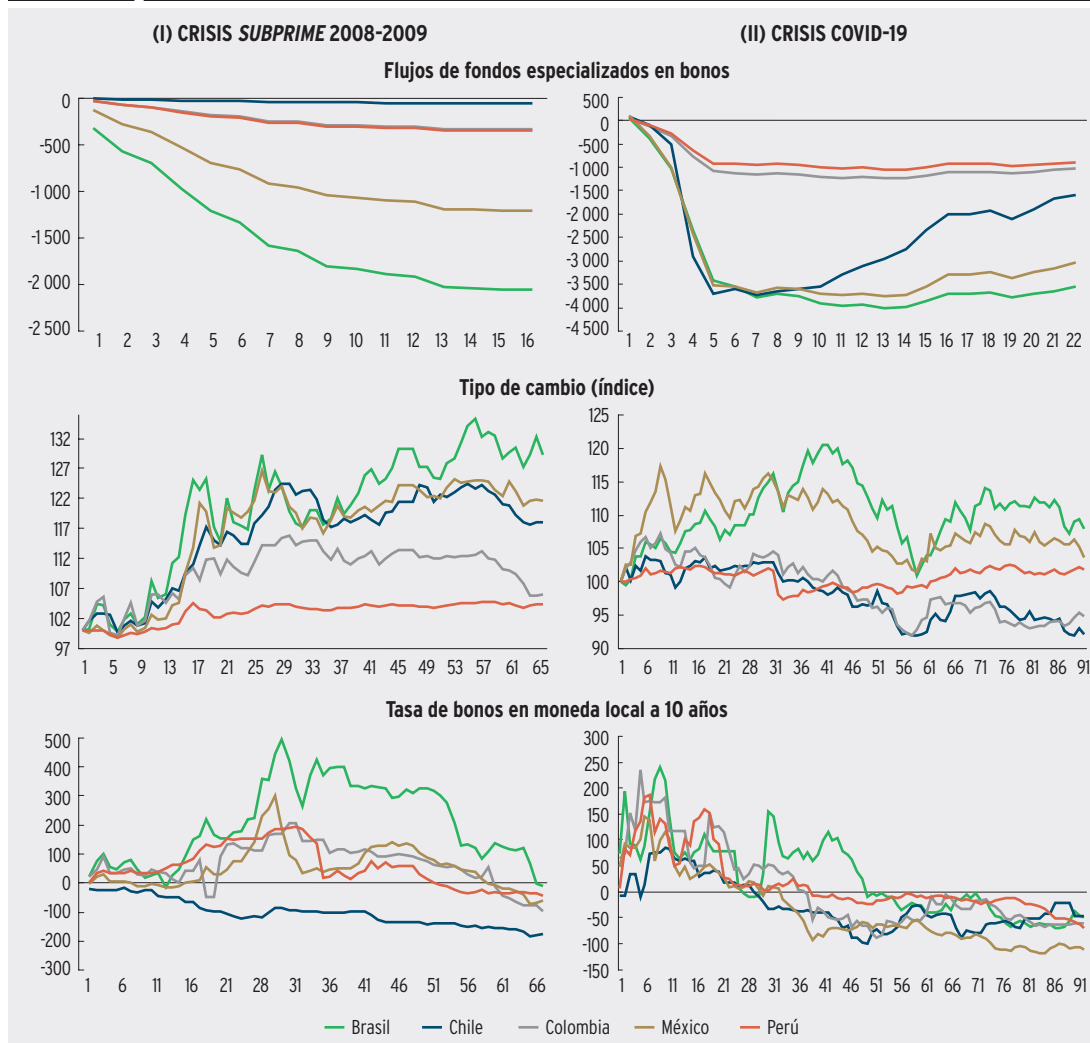
vienen presentando desde marzo de 2020 un desempeño inferior al observado en la gran crisis financiera 2007-2008.



previos a la crisis del COVID-19. Así, al 27 de julio de 2020, Perú destaca en la región con una de las menores depreciaciones en su moneda, el menor retiro de flujos de fondos especializados en bonos y el menor incremento en la prima de riesgo.

Asimismo, la valorización en los bonos gubernamentales, principalmente en los bonos de moneda local, ubica al Perú como uno de los países con mejor desempeño en la región después de Chile, país con una baja participación de inversionistas no residentes en su mercado de bonos. Más aún, si se considera que la depreciación de las monedas locales amplifica la pérdida en rentabilidad de los bonos para los inversionistas no residentes, la variación del *spread* del bono a 10 años respecto a la tasa de interés del Tesoro Americano es una de las más bajas en la región entre

GRÁFICO 9 Desempeño LATAM



* PARA FLUJOS DE FONDOS ESPECIALIZADOS CORRESPONDE AL NÚMERO DE SEMANAS DESDE EL INICIO DE LA CRISIS FINANCIERA: (I) DEL 10 DE SETIEMBRE 2008 AL 31 DE DICIEMBRE 2008 Y (II) DEL 26 DE FEBRERO 2020 AL 17 DE JULIO 2020.

** PARA MONEDAS Y BONOS CORRESPONDE AL NÚMERO DE DÍAS DESDE EL INICIO DE LA CRISIS FINANCIERA: (I) DEL 10 DE SETIEMBRE 2008 AL 31 DE DICIEMBRE 2008 Y (II) DEL 28 DE FEBRERO 2020 AL 27 DE JULIO 2020.

FUENTE: BCRP, EPFR, MEF Y REUTERS.

diciembre 2019 y mayo 2020. Brasil, por su parte, destaca con el desempeño más bajo en la región a pesar de tener una reducida participación de inversionistas no residentes en su mercado (10,4 por ciento a diciembre 2019).

Entre los factores que explican la rápida recuperación observada en el mercado financiero peruano se encuentran i) la intervención en el mercado cambiario del BCRP; ii) la reducción de 200 puntos básicos en la tasa de referencia del BCRP; iii) la ratificación de la calificadora Standard & Poor's de la calificación crediticia soberana de largo plazo en moneda extranjera y moneda local y con perspectiva estable (4 de marzo de 2020)⁸; y iv) las medidas del BCRP para mitigar el impacto del retiro de los fondos de las AFP en el mercado de bonos y el cambiario. No obstante, es necesario resaltar que el

impacto de la crisis en el desarrollo futuro del mercado financiero peruano es aún incierto.

CONCLUSIONES

El *sell-off* de la pandemia del COVID-19 viene afectando a los mercados financieros locales en diferentes magnitudes. En particular, el mercado de deuda gubernamental se ha recuperado rápidamente, aunque no es el mismo caso para los mercados cambiarios y de renta variable, que aún presentan una volatilidad considerable. Adicional al entorno de extrema volatilidad externa han existido factores locales que amplificaron temporalmente las distorsiones observadas. En este contexto, el BCRP viene proporcionando la liquidez necesaria al sistema financiero, para así mitigar los efectos en la volatilidad de los mercados y evitar el rompimiento de la cadena de pagos.

⁸ Fitch Ratings redujo el 3 de junio de 2020 la calificación crediticia peruana de la deuda soberana de largo plazo en moneda nacional de A- a BBB+ y mantuvo la calificación en moneda extranjera en BBB+. El cambio en la calificación tuvo un impacto de muy corto plazo en los bonos peruanos.