

Recuadro 6 COMPORTAMIENTO DE LAS TENENCIAS DE DEUDA PÚBLICA LOCAL DE NO RESIDENTES EN 2013

Durante los últimos meses se han producido pérdidas importantes en los mercados de renta fija, especialmente en los mercados emergentes, luego que el Presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, señalara en mayo que esa entidad podría reducir su ritmo de compras de valores ante la mejora de la economía estadounidense. Ello junto con el deterioro de las cuentas externas de los países emergentes, generó el temor de una reversión del influjo de capitales que experimentaron dichas economías en los últimos años, especialmente en renta fija local.

Desempeño de la deuda pública emergente

El Cuadro 1 muestra el desempeño de dos índices de deuda soberana emergente del JP Morgan que son ampliamente usados como *benchmarks* por inversionistas no residentes. A excepción del Perú, los resultados de los bonos denominados en moneda local han sido mejores que los de los bonos en dólares. Sin embargo, estos resultados no incluyen el efecto de la depreciación de las monedas emergentes, el cual es un factor importante para los inversionistas no residentes. Si bien el GBI-EM en moneda local acumula pérdidas de 1% en 2013, éstas se amplían a 8% si tomamos en cuenta la depreciación de las monedas emergentes (7% en el año).

Entre el 22 de mayo y el 29 de agosto de 2013, los bonos peruanos en moneda local y en dólares registraron las mayores pérdidas en la región. Sin embargo, estos bonos también registraron las mayores ganancias en setiembre, luego de la publicación de datos débiles sobre la economía estadounidense y que la FED sorprendiera al mercado al dejar sin cambios su programa de compra de activos. Esto se explica por la mayor duración⁸¹ de los bonos peruanos incluidos en el GBI-EM.

**Cuadro 1
RETORNO TOTAL DE ÍNDICES DE BONOS SOBERANOS DE PAÍSES EMERGENTES**

Región/País	Bonos soberanos en dólares (EMBI)					Bonos soberanos en moneda local (GBI-EM)				
	Duración 21 May.	02 Ene.- 21 May.	22 May.- 29 Ago.	02 Set.- 30 Set.	Año 2013	Duración 21 May.	02 Ene.- 21 May.	22 May.- 29 Ago.	02 Set.- 30 Set.	Año 2013
Composite	7,2	0%	-9%	3%	-7%	5,3	3%	-6%	2%	-1%
Europa	5,9	1%	-8%	2%	-5%	3,9	4%	-5%	2%	1%
Asia	7,3	0%	-10%	3%	-8%	6,1	2%	-8%	2%	-4%
Latam	8,6	-1%	-10%	3%	-8%	4,8	3%	-6%	2%	-1%
Perú	11,0	-3%	-12%	4%	-11%	8,2	2%	-14%	5%	-8%
Brasil	8,5	-3%	-10%	2%	-11%	5,0	1%	-3%	2%	-1%
Colombia	8,5	-2%	-9%	2%	-9%	4,9	4%	-7%	2%	-2%
Chile	8,5	-2%	-8%	2%	-8%	4,5	2%	1%	0%	3%
México	9,6	-1%	-9%	2%	-8%	6,2	6%	-7%	2%	1%

Fuente: JP Morgan.

81 La duración mide la sensibilidad del precio de un bono a los movimientos en su rendimiento. Como regla general, en el caso de bonos no amortizables sin opcionalidad, los bonos con mayor plazo al vencimiento tendrán mayor duración.





Redenciones de fondos especializados en deuda emergente

Tal como se aprecia en el Gráfico 1, se observa una salida de inversionistas de fondos especializados en renta fija emergente. Según EPFR⁸², las redenciones entre finales de mayo y la última semana de setiembre totalizaron US\$ 25 mil millones (US\$ 12 mil millones de fondos en moneda dura, US\$ 10 mil millones de fondos en moneda local y US\$ 2 mil millones de fondos mixtos) ó 10% de los activos administrados por estos fondos, lo que significó la mayor salida de renta fija emergente desde la crisis financiera internacional.



Sin embargo, los fondos de renta fija emergente en moneda local aún acumulan ingresos por US\$ 6 mil millones en 2013.

La caída en los precios de los bonos y de las monedas emergentes, junto a las salidas registradas en los fondos de renta fija emergente, parece apoyar la tesis de una reversión en los inlfujos de capitales hacia los mercados emergentes. Sin embargo, algunos analistas concuerdan en que este episodio de redenciones de fondos de renta fija emergente es cíclico y responde a la corrección en su valorización. Además, señalan que en el mediano plazo se espera el ingreso de flujos estratégicos de inversionistas institucionales debido a que sus asignaciones a esta clase de activos están por debajo de los niveles óptimos de largo plazo. Así, JP Morgan estima que en 2013 se habrían registrado inlfujos estratégicos hacia renta fija emergente por US\$ 21 mil millones, que contrasta con la salida de US\$ 2 mil millones de fondos especializados.

Posición de no residentes en Bonos del Tesoro Público

A pesar de que entre mayo y agosto el GBI-EM Perú expresado en dólares perdió 18%, los no residentes incrementaron sus tenencias nominales en Bonos del Tesoro Público (BTP)

82 *Emerging Portfolio Fund Research (EPFR)*, empresa especializada en recabar información semanal sobre entradas y salidas de fondos mutuos y ETF basados en los Estados Unidos y Europa.

en 2%. Como se aprecia en el Cuadro 2, los principales vendedores de BTP fueron los bancos, las AFP y los fondos mutuos. Destaca la reducción de 41% en las tenencias de los fondos mutuos entre mayo y setiembre. Esta variación se explica por las redenciones del 37% de los fondos administrados de renta fija en nuevos soles.

Al cierre de abril las tenencias nominales de BTP por inversionistas no residentes ascendía a S/. 19,6 mil millones (59,8% del total) o US\$ 9,3 mil millones valorizado en dólares. Dada la magnitud de estas tenencias, los inversionistas locales decidieron reducir sus posiciones, entre otros motivos, por el efecto adverso que podría tener sobre los precios de los BTP y el tipo de cambio una salida abrupta de los inversionistas no residentes, considerando la limitada liquidez en estos mercados⁸³. Sin embargo, desde abril las tenencias nominales de los no residentes se incrementaron en 0,5%, a pesar de que sus tenencias valorizadas en dólares cayeron 14,5%.

Cuadro 2 CAMBIO EN TENENCIAS DE BTP (Montos nominales en millones de S/.)								
Grupo	Cambios nominales				Cambio porcentual			
	Ene.-Abr.	May.-Ago.	Set.	2013	Ene.-Abr.	May.-Ago.	Set.	2013
No residente	2 053	363	-264	2 152	12	2	-1	12
AFP	14	-218	-189	-393	0	-2	-2	-4
Bancos	446	-235	30	241	33	-13	2	18
Fondos Mutuos	165	-224	-107	-165	26	-28	-19	-26
Seguros	253	231	8	492	58	33	1	112
Otros	155	242	25	422	21	27	2	56

Fuente: Cavali, SBS y BCRP.

Cabe resaltar que la reducción en las tenencias de BTP en manos de inversionistas no residentes en setiembre se debe al vencimiento de bonos por S/. 504 millones, que sólo fueron reinvertidos parcialmente. Sin embargo, las tenencias valorizadas en dólares de los no residentes se habrían incrementado en 3% si tenemos en cuenta el incremento de los precios de los BTP en 5% y del Nuevo Sol en 1% en el mes de setiembre.

Coberturas en el mercado cambiario

En situaciones de estrés los no residentes usualmente optan por reducir la duración de sus portafolios⁸⁴ de BTP y cubrir el riesgo cambiario a través de compras *forward*. En el Gráfico 2 se muestra el comportamiento del saldo de compras netas *forward* de no

83 En promedio se negocian US\$ 550 millones en el mercado cambiario *spot* interbancario y S/. 130 millones en el mercado secundario de BTP.

84 Los no residentes reducen la duración de sus portafolios de BTP al reducir sus tenencias en el tramo largo de la curva y aumentar sus tenencias en el tramo corto.





residentes a bancos y AFP⁸⁵ locales. Se observa que, en situaciones de estrés, el saldo registra incrementos abruptos para luego estabilizarse en sus nuevos niveles.

Entre mayo y agosto, el periodo de peor desempeño de los BTP, el saldo *forward* de no residentes cayó en US\$ 0,8 mil millones, mientras que las tenencias se incrementaron en S/. 363 millones. Esto se explica por la menor necesidad de cobertura luego de la caída en el valor en dólares de los BTP⁸⁶. Más aún, en setiembre los no residentes han reducido sus coberturas por US\$ 2 mil millones por la mejora en el contexto externo, generando oferta en el mercado cambiario.



Conclusión

A pesar de la coyuntura poco favorable para la renta fija emergente en moneda local, las tenencias de BTP por no residentes se han mantenido estables. Esto sería reflejo de los buenos fundamentos relativos de la economía peruana y de que parte del influjo de no residentes hacia los BTP registrado en los últimos años se trataría de inversiones estratégicas, es decir, de largo plazo. No obstante, es probable que el ritmo de ingreso de inversionistas no residentes al mercado de BTP se reduzca en el futuro, en un contexto de recuperación de la economía mundial y el consiguiente proceso de normalización de la política monetaria en los países desarrollados.

Sin embargo, ante una salida de no residentes, el BCRP cuenta con una serie de herramientas para afrontar una situación de este tipo, entre ellas US\$ 68 mil millones en reservas internacionales netas (equivalente a 8,4 veces las tenencias de BTP de los inversionistas no residentes).

85 Las AFP locales pueden cerrar operaciones *forward* con bancos locales y extranjeros. Los bancos extranjeros pueden cubrir parte de la demanda de sus clientes con bancos locales (*market makers*) o con las AFP (ofertantes netos en el mercado *forward*).

86 Si un inversionista no residente tiene como política cubrir el 50% del riesgo cambiario de su posición en BTP que asciende, por ejemplo, a US\$ 100, comprará *forwards* por US\$ 50. Si en la fecha de vencimiento del *forward* el valor del portafolio cae a US\$ 80, su necesidad de cobertura se reducirá a comprar *forwards* por US\$ 40 millones.