



REPORTES DEL EMISOR

INVESTIGACIÓN E INFORMACIÓN ECONÓMICA

ANÁLISIS DEL IMPACTO EN COLOMBIA DE LA RECOMPOSICIÓN DE LOS ÍNDICES DE JP MORGAN DE DEUDA LOCAL DE PAÍSES EMERGENTES

NATHALI CARDOZO
ALFREDO HINCAPIÉ
KIMBERLY ROJAS*

La importancia de la deuda local de los mercados emergentes (ME) ha aumentado en los últimos años en el ámbito internacional, dado el incremento de la liquidez en los países desarrollados, así como por su mejor desempeño con respecto a otros activos. En este escenario, los ME han atraído un amplio rango de inversionistas que, según el reporte de Standard Chartered Bank (2013), se pueden clasificar en cuatro grupos: 1) fondos dedicados a ME; 2) inversionistas globales

*crossover*¹; 3) bancos centrales y fondos soberanos, y 4) bancos extranjeros y fondos apalancados.

En relación con esta clasificación, se considera que los bancos extranjeros y los fondos apalancados² son los inversionistas más cíclicos en condiciones “normales” de mercado, invirtiendo grandes cantidades de capital cuando los ME son más atractivos y retirándolas cuando las condiciones son adversas. Por su parte, los fondos dedicados a los ME y los inversionistas globales *crossover* presentan menor volatilidad en tiempos “normales”, aunque tienden a ser altamente cíclicos debido a que se ven forzados a rebalancear sus portafolios cuando varía significativamente el tamaño de los recursos que administran³ (Standard Chartered Bank, 2013).

* Los autores son, en su orden, profesional, trader II y profesional del Banco de la República. Las opiniones son de exclusiva responsabilidad de los autores, por lo que no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva,

- 1 Agentes que invierten en varios mercados con el objetivo final de maximizar su rentabilidad.
- 2 Que tienen un objetivo de rentabilidad absoluta.
- 3 El tamaño de los recursos varía porque algunos de los inversionistas que colocan sus recursos en fondos dedicados a los ME y en fondos globales *crossover* tienden a ser muy cíclicos y aumentan su exposición a estos fondos cuando los mercados se valorizan y las disminuyen en periodos de *sell-offs*. Por ejemplo: los inversionistas al por menor (*retail investors*), que representan alrededor del 35% al 40% de los inversionistas en fondos en moneda local (de acuerdo con la firma EPFR).



Bogotá, D.C.,
abril de 2014 - núm. 179

Editora:
Gloria Alonso Másmela
ISSN: 01240625

Reportes del Emisor es una publicación del Departamento de Comunicación y Educación Económica y Financiera del Banco de la República. Las opiniones expresadas en los artículos son las de sus autores y no necesariamente reflejan el parecer y la política del Banco o de su Junta Directiva.

Reportes del Emisor puede consultarse en la página electrónica del Banco de la República.
<http://www.banrep.gov.co/publicaciones-buscador/2457>

Diseño y diagramación:
Banco de la República.

Los índices de deuda de los ME constituyen una referencia (*benchmark*) para este tipo de inversionistas, debido a que registran el comportamiento de los bonos de deuda soberanos en moneda local. Se ha creado una variedad de índices sobre los mercados de deuda en moneda local de países emergentes, los cuales desempeñan un papel importante en la gestión de los portafolios en el ámbito internacional, en la medida en que le permiten a inversionistas y administradores de fondos: i) medir la evolución de sus inversiones (portafolio activo) o replicarlas (portafolio pasivo) de acuerdo con un criterio específico, y ii) desarrollar nuevos productos en función de dichos índices (derivados sobre índices, los ETF [*exchange traded funds*]). Existen diferentes metodologías de cálculo, dependiendo del interés de los inversionistas; dentro de las más comunes se encuentran aquellas que ponderan por capitalización bursátil y otras por fundamentales.

Los índices ponderados por capitalización bursátil se destacan por ser indicadores de cálculo sencillo y por incluir los activos de mayor liquidez del mercado, con el fin de hacerlos fácilmente replicables. Por su parte, los índices que ponderan por fundamentales se basan en factores de tamaño económico, suponiendo que estos están correlacionados con la capacidad que un país tiene para hacer frente a sus obligaciones. El mercado ha identificado una serie de desventajas sobre los índices ponderados por capitalización bursátil, como: i) su capacidad de sobreponderar un activo y, por tanto, a concentrar riesgo; ii) su tendencia a ser un índice *backward-looking*⁴ y a asignar mayor ponderación a los activos a medida que aumenta su precio, independientemente del ciclo económico en el que se encuentre el mercado (PIMCO, 2013).

Los índices que siguen el comportamiento de la deuda local de los ME, donde Colombia tiene participación, son los siguientes:

- Government Bond-Emerging Market Index (GBI-EM) de JPMorgan
- Markit iBoxx GEMX Indices
- Citi RAFI Sovereign Emerging Markets Local Currency Bond Index Series

4 Cuyo desempeño depende del comportamiento histórico de las variables (activos) que lo componen.

- Citi Emerging Markets Government Bond Index (EMGBI)
- Barclays Emerging Markets Local Currency Government Bond Index

A continuación se explica con mayor detalle las características de los índices de JP Morgan GBI-EM, que corresponden a los más representativos dentro de su clase.

1. Government Bond-Emerging Market Index (GBI-EM) de JP Morgan

La familia de índices GBI-EM de JP Morgan fue el primer conjunto de índices de esta clase, lanzado en junio de 2005, aunque se dispone de una serie estadística desde diciembre de 2002. Los índices GBI-EM se componen únicamente de países cuyo ingreso nacional bruto per cápita (GNI, por su sigla en inglés: *gross national income*) está por debajo del umbral de ingreso calculado por JP Morgan (*Income Index Ceiling [IIC]*)⁵ durante tres años consecutivos⁶ (JP Morgan, 2013).

Un país puede ser removido del índice si su GNI per cápita se sitúa por encima del IIC durante tres años consecutivos y la calificación de su deuda local soberana de largo plazo (por las agencias S&P, Moody's y Fitch) se sitúa en A-/A3/A- o por encima durante tres años consecutivos⁷. Los pesos para cada país en el índice se determinan de acuerdo a su capitalización de mercado y la facilidad de inversión por parte de inversionistas extranjeros. La elegibilidad de los países se revisa mensualmente, al igual que los rebalances del índice, proceso en el cual también se eligen los bonos que mínimo tengan trece meses como período al vencimiento.

La familia de índices GBI-EM de JP Morgan se compone de tres índices, principalmente: GBI-EM Broad, GBI-EM Global y GBI-EM. Adicionalmente, para cada uno existe una versión diversificada mediante la

5 JP Morgan introdujo el IIC, definido como el nivel de ingresos ajustado anualmente por la tasa de crecimiento mundial del ingreso nacional bruto per cápita (*world gross national income*), provista por el Banco Mundial.

6 El umbral JPM IIC fue de US\$17.710 y US\$18.690, para 2012 y 2013 respectivamente. El GNI per cápita para Colombia en 2012 fue de US\$7.748.

7 Por ejemplo, Chile cumple con la condición de la calificación de la deuda; no obstante, sigue siendo elegible para participar en el índice debido a que aún no cumple con la condición del IIC.

cual se asegura que las ponderaciones dadas a cada país son distribuidas más uniformemente, disminuyendo la ponderación para economías grandes, y redistribuyendo el exceso a los países con menos peso en el índice; donde la máxima participación por país es 10%⁸. A continuación se describen estos índices:

- **GBI-EM Broad:** este índice incluye todos los países elegibles, independientemente de los controles de capital o los obstáculos regulatorios y fiscales para los inversionistas extranjeros. Su versión diversificada se lanzó en enero de 2006.
- **GBI-EM Global:** es un referente invertible mediante bonos o derivados, que excluye a los ME con controles explícitos de capital; sin embargo, no tiene en cuenta otros obstáculos regulatorios e impositivos en la evaluación de elegibilidad⁹. Con respecto al GBI-EM Broad, excluye a China e India. Su versión diversificada se lanzó en enero de 2006.
- **GBI-EM Global Diversified 15% IG:** este es una versión modificada de GBI-EM Global Diversified, donde solo participan países que hayan obtenido calificación con grado de inversión por las tres agencias calificadoras. Adicionalmente, cada país solo puede alcanzar como máximo un 15% de participación en el índice. Esta versión ha ganado popularidad entre los inversionistas y ha atraído activos bajo administración (AUM, por su sigla en inglés: *assets-under-management*) por más de US\$1.500 millones¹⁰, desde su implementación en 2010.
- **GBI-EM:** es el más restrictivo en cuanto a los criterios de elegibilidad, pues participan países que son de fácil acceso y que no tienen impedimentos para los inversores extranjeros. Desde noviembre de 2013 es el mismo GBI-EM Global, pero este excluye a Indonesia y Tailandia. Su versión diversificada se lanzó en noviembre de 2006.

El Cuadro 1 muestra la participación de Colombia en estos índices.

8 Por ejemplo, Brasil tiene una participación de 24,23% en el índice GBI-EM Global sin diversificación, y 10% en el GBI-EM Global con diversificación.

9 El registro del inversionista extranjero con las autoridades locales de supervisión o de notificación de transacciones no se considera una restricción significativa.

10 De acuerdo a datos suministrados por JP Morgan.

Cuadro 1
Participación de Colombia en los índices GBI-EM (porcentajes)

GBI-EM Broad	GBI-EM Broad Diversified	GBI-EM Global	GBI-EM Global Diversified	GBI-EM	GBI-EM Diversified	GBI-EM Global Diversified 15% IG
3,80 ^{b/}	5,59 ^{a/}	1,81 ^{a/}	3,24 ^{a/}	0,66 ^{b/}	2,79 ^{b/}	3,07 ^{a/}

a/ Información a febrero de 2014.

b/ Información a noviembre de 2013.

Fuente: JP Morgan.

La familia GBI-EM de JP Morgan es la más importante dentro de los índices que siguen la deuda pública en moneda local de los ME y, de acuerdo con JP Morgan¹¹, tenían referenciados recursos por US\$218.000 millones (m) (administración activa¹² y pasiva¹³), de los cuales cerca del 90% sigue el GBI-EM Global Diversified.

Desde la creación del GBI-EM Global Diversified, los países que han presentado la misma participación son: Brasil, Malasia, México, Polonia y Sudáfrica, con una ponderación máxima del 10%. Los países que han estado siempre dentro del índice, aunque con diferente participación, son: Tailandia, Indonesia, Colombia, Perú, Hungría y Rusia. Además, los países que han tenido entradas y salidas al índice son: Chile, Egipto, Nigeria, Filipinas y Rumania. Finalmente, es importante mencionar que desde diciembre de 2008 solo Colombia y Rusia han presentado cambios pronunciados al alza en sus participaciones dentro del índice.

2. Cambios en las participaciones de los índices e impacto en los mercados locales de deuda pública

a. Cambio en participaciones del índice JP Morgan GBI-EM, marzo de 2014

El 19 de marzo de 2014 JP Morgan anunció el incremento de la participación de Colombia en el índice GBI-EM Global Diversified (de 3,2% a 8%), en el GBI-EM Global (de 1,81% a 5,60%) y en el GBI-EM Global Diversified 15% IG

11 Encuesta a inversionistas realizada por JP Morgan, febrero de 2014.

12 Mejorar el retorno con respecto al índice, al exponerse a otros activos.

13 Replicar el índice exactamente, comprando los títulos de deuda pública de acuerdo con sus respectivas ponderaciones.

(de 3,07% a 8,26%). Dichas participaciones se ajustarán de manera gradual desde el 30 de mayo, hasta septiembre de 2014 (JP Morgan, 2014). De acuerdo con JP Morgan, los factores que contribuyeron al cambio en la ponderación del índice corresponden a las mejoras en materia impositiva¹⁴ y a la mayor accesibilidad de inversionistas extranjeros al mercado local. Por su parte, en la recomposición del índice GBI-EM Global Diversified, se incluirán nuevos TES en pesos y se reducirá la participación de los bonos globales, que equivaldría a US\$400 m (9,95% del total emitido), como se muestra en el Cuadro 2.

Con estos cambios, la proporción de los TES globales con respecto a los TES locales en el índice sería la mínima registrada desde su inclusión en febrero de 2005.

El efecto inmediato de este anuncio en el mercado colombiano se refleja en los cambios evidenciados entre el 18 y 20 de marzo, cuando la curva de rendimientos de TES en pesos disminuyó 40 puntos básicos (pb) en la parte larga (10-14 años) y en la parte media (5-10 años), mientras que los títulos con vencimientos menores a 1 año se mantuvieron estables (Gráfico 1). En el mismo período, la tasa de cambio presentó una apreciación de 1,80%, el Colcap registró un aumento del

1,04%, (gráficos 2 y 3), y los *credit default swaps* (CDS) aumentaron 3,51 pb. Por otra parte, a pesar de que la ponderación de los bonos globales disminuirá, estos se valorizaron 42 pb en la parte corta (octubre de 2015), 53 pb en la parte media (abril de 2021 y marzo de 2013) y 50 pb en la parte larga (junio de 2027) (Gráfico 4).

Entre el 18 y 20 de marzo se observa que el comportamiento del mercado colombiano se desvía de sus pares de la región, siendo el único país que presenta una apreciación pronunciada de la tasa de cambio y una valorización importante de los bonos genéricos a 10 años (gráficos 5 y 6). En el Cuadro 3 se presenta la tendencia de los mercados desde el día antes del anuncio hasta el 21 de abril de 2014. Como se puede observar, con respecto a la tasa de cambio y a la tasa de interés de la deuda pública, Colombia continúa sobresaliendo en la región, mientras que su *emerging bond index* (EMBI) ha seguido el comportamiento de sus pares en la región.

El comportamiento descrito obedece a que los agentes anticipan que en los próximos cinco meses

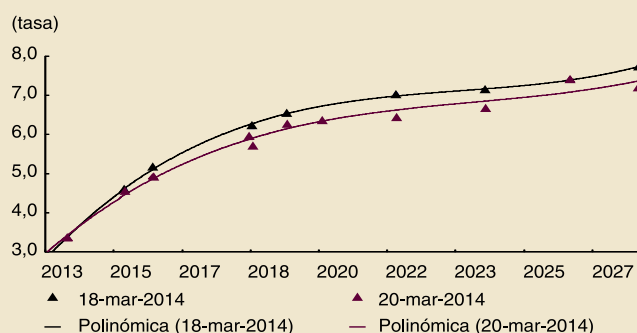
Cuadro 2
Cambios en las participaciones de los bonos en el índice GBI-EM Global Diversified (porcentaje)

	Bono	Peso actual	Estimado sep-14	Cambio	
TES	Actuales	oct-15	25,0	12,9	-12,1
		oct-18	28,6	0,0	-28,6
		jul-20	19,3	10,0	-9,3
	Nuevos	jun-16	0,0	20,8	20,8
		nov-18	0,0	9,1	9,1
		may-22	0,0	11,6	11,6
		jul-24	0,0	20,7	20,7
	abr-28	0,0	6,4	6,4	
TES globales	Actuales	oct-15	8,7	2,8	-5,9
		abr-21	8,4	2,6	-5,8
		mar-23	2,7	0,8	-1,9
		jun-27	7,3	2,3	-5,0

Fuente: JP Morgan.

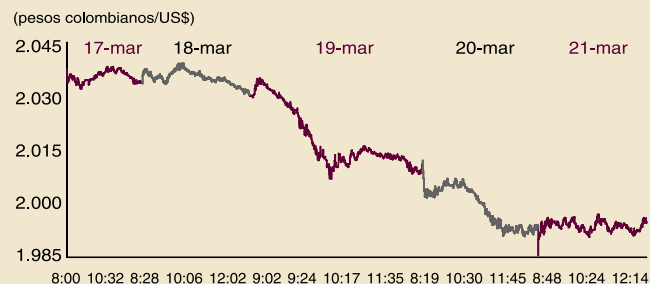
14 La reforma tributaria de finales de 2012, Ley 1607 de 2012, estableció dos tasas para las inversiones extranjeras de portafolio, una de 25% y la otra de 14%, dependiendo de si las inversiones provienen de paraísos fiscales o no. El Decreto 2218 del 23 de octubre de 2013 simplificó el cálculo de retención en la fuente y aclara que las retenciones solamente se realizarán en los días en los que los inversionistas perciban ingresos de recursos, como pagos de cupones o venta del título (antes, las retenciones se hacían mensualmente).

Gráfico 1
Curva de rendimiento de TES



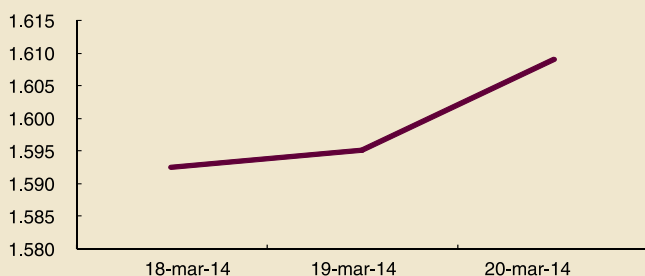
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 2
Evolución de la tasa de cambio durante la semana del anuncio del rebalanceo del índice JP Morgan GBI-EM



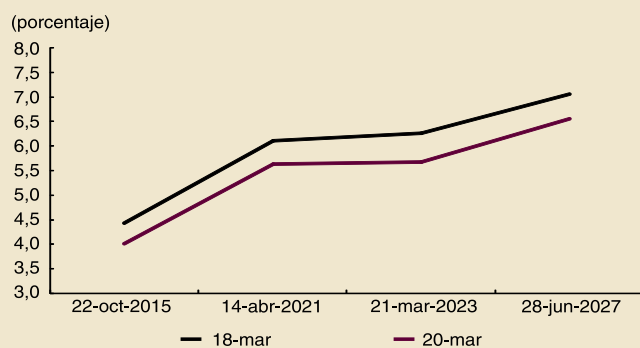
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 3
Evolución del mercado accionario de Colombia: índice Colcap



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 4
Curva de rendimiento de los TES globales



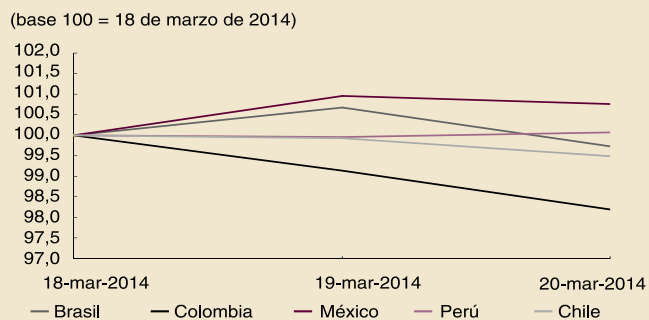
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

el rebalanceo de los índices podría implicar una demanda potencial adicional de TES en pesos cercana a los \$19 billones (b) (US\$9.420 m) por parte de fondos de inversión activos y pasivos que siguen el índice de JP Morgan. Dado que los fondos activos no necesariamente invierten en todos los bonos que componen el índice, y que no se cuenta con el perfil de inversión de estos fondos, este monto podría variar.

Tras el anuncio, las tenencias de TES en pesos de los inversionistas extranjeros fue aumentando progresivamente de 8% (\$11.078 miles de millones [mm]) del saldo de deuda local en pesos, hasta ubicarse en 9,81% al 17 de abril (\$14.040 mm) (Gráfico 7)¹⁵. Por lo anterior, se espera que con el rebalanceo del índice la participación de extranjeros aumente a 16% (incluyendo los TES en

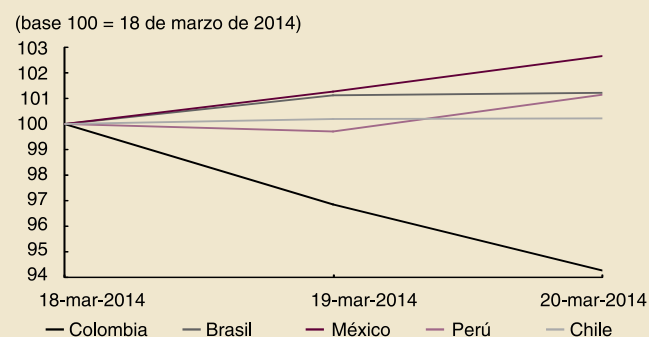
15 Al cierre de marzo las tenencias de TES (en pesos y UVR) por parte de inversionistas extranjeros se ubicó en 7,88%, aumentando con respecto al cierre del mes de febrero, cuando esta participación ascendía a 6,65%.

Gráfico 5
Evolución de las tasas de cambio de los países de la región



Fuente: Bloomberg

Gráfico 6
Evolución de las tasas de los bonos genéricos a 10 años de los países de la región^{a/}



a/ Excepto para Chile, donde se usó el bono con vencimiento a enero de 2022.
Fuente: Bloomberg

UVR)¹⁶. Aún en este caso, la participación de extranjeros en el mercado local colombiano continuaría ubicándose en niveles inferiores a los observados en países como Brasil (17,4% a febrero de 2014), México (37% a febrero de 2014) y Perú (50% a enero de 2014).

Teniendo en cuenta solo el índice GBI-EM Global Diversified de JP Morgan, al cierre de febrero de 2014 los inversionistas extranjeros deberían tener una exposición a TES en pesos por US\$3.952 m, de acuerdo a la participación de Colombia en este índice (2,02%; excluyendo los TES globales). Para dicha fecha, la exposición observada de los inversionistas extranjeros a TES en pesos fue de US\$5.259 m. Al realizar el mismo análisis para marzo de 2014, se observa que la exposición de inversionistas extranjeros a TES en pesos fue de US\$6.611 m, superando el monto esperado de acuerdo con la

16 Corresponde al porcentaje sobre el saldo de TES (en pesos y UVR) proyectado a septiembre de 2014. Además, sobre la deuda proyectada en pesos, su participación aumentaría al 20,2%.

Cuadro 3
Indicadores económicos de la región

		18 de marzo de 2014	21 de abril de 2014	Cambios
EMBI	Treasuries 10 años	2,67%	2,72%	4,30
	EMBI +	356,40	310,641	-45,80
	Colombia	174,00	152,00	-22,00
	Brasil	230,00	212,00	-18,00
	Chile	154,00	135,00	-19,00
	México	160,00	146,00	-14,00
Tasa de cambio	Mercados emergentes (1/MSCI EM)	0,0006155	0,0006048	-1,74%
	Colombia	2034,85	1918,77	-5,70%
	Brasil	2,33	2,24	-4,17%
	Chile	569,00	557,93	-1,95%
	México	13,16	13,03	-0,98%
Bonos gubernamentales locales ^{a/}	Perú	2,81	2,78	-1,28%
	Índice JP Morgan GBI (precio)	294,73	298,64	1,33%
	Colombia	7,63%	6,50%	-113,31
	Brasil	14,33%	13,73%	-60,06
	Chile	5,20%	5,27%	7,26
	México	6,59%	6,76%	17,34
	Perú	6,71%	6,58%	-12,64

a/ Tasas cero cupón nodo a 10 años para Colombia, Brasil, Chile, México y Perú.

Nota: los cambios que no están expresados porcentualmente, se encuentran en puntos básicos.
Fuente: Bloomberg.

participación de Colombia en el índice (2,074%; excluyendo los TES globales) equivalente a US\$4.013 m¹⁷.

Por balanza cambiaria, en marzo de 2014 se observaron entradas de divisas por concepto de inversión extranjera de portafolio por US\$1.987 m (Gráfico 8), que corresponde al máximo ingreso mensual de divisas registrado en Colombia por este concepto. Adicionalmente, con datos al 15 de abril, este rubro ascendió a US\$766 m.

Con base en datos del Depósito Central de Valores (DCV), en marzo los extranjeros realizaron compras netas de TES por US\$1.115 m (56,1% de la inversión extranjera de portafolio en Colombia). Si se asume que no hubo recomposición de portafolio de los extranjeros, US\$872 m podrían corresponder a inversiones en el mercado accionario o de deuda privada¹⁸ (Gráfico 8).

El hecho de que la inversión extranjera en acciones haya aumentado durante marzo de 2014, pudo ob-

17 Estos cálculos se realizaron suponiendo que todos los fondos que siguen el índice son pasivos.

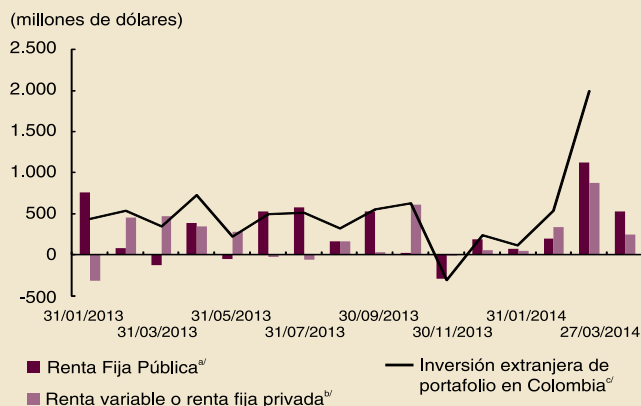
18 De acuerdo con el formato de inversión extranjera de portafolio en Colombia, a febrero de 2014 el monto de inversión de extranjeros en renta fija privada ascendía a US\$5,3 m.

Gráfico 7
Evolución de las tenencias de TES de extranjeros



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Gráfico 8
Inversión extranjera de portafolio en Colombia (datos al 15 de abril de 2014)



a/ Corresponde a las variaciones de los saldos de extranjeros en deuda pública interna.

b/ Datos calculados suponiendo que no hay recomposición de portafolio de los inversionistas (inversión extranjera en Colombia menos inversión en renta fija pública).

c/ Corresponde a los flujos mensuales por inversión extranjera de portafolio en Colombia de la balanza cambiaria.

Fuente: Banco de la República.

decer a las expectativas de valorizaciones bursátiles, ante una mejor perspectiva de la economía colombiana, junto con expectativas de apreciación de la tasa de cambio¹⁹, al esperarse mayores entradas de capital extranjero. Además, dicho aumento pudo estar asociado con estrategias de inversionistas activos que,

19 El 6 de marzo, JP Morgan recomendó la sobreexposición en deuda local de Colombia del portafolio modelo GBI-EM, ante las menores valorizaciones frente a sus pares de la región y expectativas revalorizadoras del peso; luego del anuncio del rebalanceo del índice, ratificó dicha recomendación (JP Morgan, 2014b). Posteriormente, el 4 de abril analistas de Nomura recomendaron incrementar la exposición en pesos colombianos ante: el rebalanceo del índice JP Morgan GBI-EM, los signos de recuperación de la economía, la continuidad de las políticas económicas, independiente del resultado de las próximas elecciones presidenciales, y expectativas del inicio de un ciclo contractivo de la política monetaria, antes del primer aumento en la tasa de los fondos federales de los Estados Unidos (Nomura, 2014). Al respecto cabe señalar que durante la semana del anuncio los agentes *off shore* vendieron neto *forwards* por US\$1.379 m, acumulando en el corrido de ese mes ventas netas de US\$2.393 m.

buscando un mayor retorno con respecto al índice, aumentaron su exposición a Colombia vía acciones.

b. Caso Colombia: cambio en participaciones del índice JP Morgan GBI-EM (fechas anteriores)

Desde diciembre de 2008 la evolución de la participación de Colombia en el índice GBI-EM Global Diversified ha presentado tres cambios significativos: i) entre diciembre de 2008 y marzo de 2009; ii) entre febrero y julio de 2010, y iii) entre septiembre de 2010 y mayo de 2011.

Con base en el flujo de divisas y datos estimados del tamaño de AUM²⁰ del índice GBI-EM Global Diversified registrados en estos tres períodos, se observa un comportamiento mixto en la inversión extranjera de portafolio en Colombia, como se explica a continuación:

- **Diciembre de 2008 a marzo de 2009:** en este período la participación de Colombia en el índice pasó de 3,16% a 5,14%. Este período no se analiza debido a que no se cuenta con la información sobre el monto de los AUM.
- **Febrero a julio de 2010:** en este lapso la participación de Colombia en el índice pasó de 4,31% a 6,13%; además, se estima que los AUM aumentaron durante este período en US\$14.563 m. Estos cambios implicarían un aumento en la exposición de inversionistas extranjeros al mercado de deuda local colombiano de US\$943 m. Sin embargo, el aumento real de tal exposición fue de solo US\$110,8 m, destacándose que las tenencias de extranjeros (tanto al inicio como al final del período) son menores al monto que correspondería a la participación de Colombia, respecto al total de los AUM (Cuadro 4).
- **Septiembre de 2010 a mayo de 2011:** en este último período, cuando la participación de Colombia en el índice pasó de 6,05% a 4,13%, el monto de los AUM aumentó US\$53.976 m. Estos cambios implicarían un crecimiento en las tenencias de deuda local por parte de extranjeros de US\$712,2 m. El incremento real de tal exposición fue de US\$1.148,9 m, no obstante, las tenencias de extranjeros (tanto al inicio como al final del período), son menores al monto que correspondería a la participación de Colombia, con respecto al total de los AUM (Cuadro 5).

Cuadro 4
Tenencias teóricas vs. tenencias observadas (febrero a julio de 2010)

Fecha	AUM total GBI-EM Global Diversified	Participación de Colombia en el índice (porcentaje)	Tenencias de acuerdo con el índice ^{a/}	Tenencias observadas ^{b/}
feb-10	US\$42.310	3,08 (bonos locales)	US\$1.303	US\$701
jul-10	US\$56.873	3,95 (bonos locales)	US\$2.246	US\$812

a/ Suponiendo una administración pasiva de todos los fondos que siguen al índice.

b/ De acuerdo con datos del Ministerio de Hacienda.

Fuente: JP Morgan.

Cuadro 5
Tenencias teóricas vs. tenencias observadas (septiembre 2010 a mayo de 2011)

Fecha	AUM total GBI-EM Global Diversified	Participación de Colombia en el índice (porcentaje)	Tenencias de acuerdo con el índice ^{a/}	Tenencias observadas ^{b/}
sep-10	US\$56.873	3,651 (bonos locales)	US\$2.076	US\$1.022
may-11	US\$110.849	2,516 (bonos locales)	US\$2.788	US\$2.171

a/ Suponiendo una administración pasiva de todos los fondos que siguen al índice.

b/ De acuerdo con datos del Ministerio de Hacienda.

Fuente: JP Morgan.

De acuerdo con los cambios en las participaciones de Colombia ya descritas, es posible concluir que estos solo fueron significativos en las tenencias de TES locales por parte de extranjeros en el último período. Dicho comportamiento pudo estar explicado en especial por el aumento en un 94,91% de los AUM, a pesar de que la participación de Colombia en el índice se redujo en 1,92 pp para tal período.

Por último, es preciso resaltar que, en ninguno de los dos casos analizados, hay evidencia de que la exposición observada de extranjeros corresponda al valor que en teoría deberían tener, de acuerdo con las ponderaciones del índice sobre el tamaño de los AUM en cada período; esto podría ofrecer indicios de que existe un porcentaje importante que es administrado activamente. También, es posible identificar que el efecto en los mercados fue más susceptible a movimientos significativos en el monto del AUM que a cambios puntuales en la participación de un país, esto es consistente con la condición de prociclicidad de los inversionistas que siguen los índices, expuesto en el reporte de Standard Chartered Bank (2013).

20 Datos suministrados por JP Morgan.

3. Conclusiones

En los últimos años la deuda de los ME ha ganado importancia en los portafolios de inversionistas extranjeros, debido a la mejoría en las calificaciones crediticias y a los altos rendimientos que presentan con respecto a economías desarrolladas, entre otros factores. Particularmente, Colombia resulta más atractivo después de obtener el grado de inversión, ante las mayores facilidades de acceso a inversionistas extranjeros, el buen desempeño de indicadores económicos de los últimos años, menores impuestos y mayor claridad en su cálculo.

En un escenario de aversión a la toma de posiciones largas en la curva de deuda local por parte de los agentes locales —debido a la incertidumbre sobre el *tapering*, política monetaria contractiva estadounidense y expectativas de un posible incremento en la tasa de referencia del Banco de la República a finales del primer semestre o inicios del segundo— JP Morgan anunció la recomposición gradual de sus índices de los ME entre mayo y septiembre de 2014, donde Colombia ganaría mayor participación.

Dicho anuncio tuvo efectos positivos en los títulos de deuda pública local. Entre el 18 (día antes del anuncio) y el 20 de marzo de 2014 se evidenciaron valorizaciones de 40 pb, en las partes media y larga de la curva de TES tasa fija²¹. En el mismo período, la tasa de cambio presentó una apreciación de 1,80%, el Colcap registró un incremento del 1,04%, y los CDS aumentaron 3,51 pb. Por otra parte, a pesar de que la ponderación de los bonos globales disminuirá, estos se valorizaron 42 pb en la parte corta, 53 pb en la parte media y 50 pb en la parte larga. De acuerdo con JP Morgan, si todos los AUM fueran pasivos y su tamaño permaneciera estable, las tenencias de TES de inversionistas extranjeros se ubicarían en cerca del 16% del total emitido de deuda local al final del período de ajuste.

Con relación a los cambios anteriores de la participación de Colombia en el índice JP Morgan GBI-EM, el mercado colombiano no reaccionó de forma tan drástica como en el anuncio más reciente. Solo se presentaron cambios significativos en las tenencias de

TES locales por parte de extranjeros entre septiembre de 2010 y mayo de 2011, cuando el tamaño de los AUM aumentó en un 94,91% a pesar de que la participación de Colombia en el índice se redujo en 1,92 pp para tal período. En ninguno de estos escenarios hay evidencia de que la exposición observada en TES en moneda local por parte de extranjeros corresponda al valor que teóricamente deberían tener, de acuerdo con las ponderaciones del índice y del tamaño de los AUM. Sin embargo, en febrero y marzo de 2014 dicho monto supera al estimado, según la participación de Colombia en el índice.

Finalmente, ante mejoras relativas de otras economías emergentes, Colombia podría perder participación en los índices y, por tanto, su mercado de deuda local podría presentar efectos contrarios a los registrados en la actualidad. En contraste, ante mejoras relativas de Colombia frente a los otros ME, solo podría aumentar su participación en un 2% adicional, dado el límite máximo del 10% estipulado para el índice GBI-EM Global Diversified. Sin embargo, contar con una alta ponderación en estos índices no es garantía de un incremento importante en las entradas de capital de inversionistas extranjeros en el mercado de deuda local, debido a que el monto de sus inversiones podría variar según el monto total de los AUM y el tipo de administración de los mismos (pasiva o activa), que dependerán del perfil y las decisiones de sus inversionistas. **RE**

Referencias

- JP Morgan (2013). “Government Bond Index-Emerging Markets Family of Indices”. Global Index Research.
- JP Morgan (2014a). “Colombia’s weight to be adjusted in the GBI-EM Global Diversified and GBI-EM Global starting May 30th”. Global Index Research Group.
- JP Morgan (2014b). “Colombia: Go long COP and hold OW local Colombian bonds on increase in J.P. Morgan GBI-EM GD”. Global Emerging Markets Research.
- Nomura (2014). “LatAm: Four Reasons to Short CLPCOP”. Nomura FX Portfolio Update.
- Pacific Investment Management Company (2013). “Global Advantage Government Bond Index”. Index Profile.
- Standard Chartered Bank (2013). *Local Markets Compendium*, 2014, reporte global, octubre.

21 Por su parte, el tramo corto de la curva no presentó cambios significativos.