



ICAICA

EL ATRACTIVO DE LOS MERCADOS DE DEUDA EN LOS PAÍSES EMERGENTES

Autor: Sofía Timón Calleja

Director: Manuel Trenado Torrejón

Madrid
Junio 2018

Sofía
Timón
Calleja

EL ATRACTIVO DE LOS MERCADOS DE DEUDA EN LOS PAÍSES EMERGENTES



Resumen

Este trabajo de investigación estudia el atractivo de los mercados de deuda en los Países Emergentes en la actualidad. Tras la elaboración de un marco conceptual sobre los mercados de deuda y sus instrumentos financieros y, tras la discusión de las distintas definiciones del termino País Emergente, se estudia la relación entre ambas. El análisis de los mercados de deuda en los Países Emergentes, tanto su desarrollo como la actualidad, desvela los factores determinantes que hacen atractivos estos mercados desde el punto de vista del inversor. El presente trabajo no solo identifica y analiza los factores que fomentan la inversión, sino que examina igualmente los posibles riesgos que la inversión en este tipo de activos conlleva.

Palabras Clave: Mercados de deuda, Países Emergentes, tasas de interés, tipo de cambio, rendimiento, calificación crediticia, curva de rendimiento, grado de especulación, grado de inversión

Abstract

This research paper studies the attractiveness of the debt capital markets in Emerging Countries nowadays. After developing a conceptual framework regarding the debt capital markets and its products, and after discussing the different definitions around the concept Emerging Country, the paper studies the relationship between both terms. The analysis around the debt capital markets in Emerging Countries, both its development and current issues, unveils the determinant factors that make such markets attractive from an investor's perspective. The paper not only identifies those factors that encourage the investment, but also analyzes the potential risks that come along with this type of investment.

Key Words: Debt capital markets, emerging markets, interest rates, Exchange rate, yield, credit rating, yield curve, high yield, investment grade

Índice de Contenidos

1. Introducción	6
2. Mercados de Deuda	9
2.1 Riesgos asociados con invertir en los mercados de deuda	10
2.1.1 Riesgo de cambio en las Tasas de Interés.....	11
2.1.2 Riesgo de Reinversión.....	11
2.1.3 Riesgo Asociado a los Bonos Amortizables.....	12
2.1.4 Riesgo Crediticio.....	12
2.1.5 Riesgo ante la Curva de Rendimiento	12
2.1.6 Riesgo de Inflación.....	13
2.1.7 Riesgo de Liquidez.....	13
2.1.8 Riesgo de Tipo de Cambio	14
2.1.9 Riesgos Políticos o Legales	14
2.1.10 Riesgo de un Evento Especifico	14
2.2 Mercado de Bonos Internacionales.....	15
2.3 Actualidad Mercados de Deuda.....	16
3. Países Emergentes	19
3.1 Definiciones.....	19
3.2 Grupo BRIC	22
3.3 La importancia de las Economías Emergentes en la Economía Mundial en el siglo XXI.....	23
3.4 Origen de los flujos de capital hacia las Economías Emergentes.....	26
3.5 Actualidad de los Países Emergentes	27
4. La Deuda de los Países Emergentes.....	30
4.1 Distribución Geográfica.....	30
4.2 Distribución por Emisor	32
4.3 Distribución por Inversor	33
4.4 Brady Bonds	34
4.5 Crisis Soberanas en los Países Emergentes.....	36

4.5.1 Crisis debida a fundamentos económicos débiles y condiciones financieras globales poco favorables	38
4.5.2 Crisis debida a factores idiosincráticos.....	39
5. Atractivo de los Mercados de Deuda en los Países Emergentes.....	40
5.1 Ventajas de los Mercados de Deuda en los Países Emergentes.....	40
5.1.1 Altos Rendimientos	40
5.1.2 Diferenciales más Amplios.....	40
5.1.3 Indicadores Económicos.....	41
5.1.4 Tasas de Crecimiento Favorables	42
5.1.5 Mejora del Comercio Global	43
5.1.6 Trayectoria Histórica de los Bonos	43
5.1.7 Mejora de los Gobiernos	43
5.1.8 Desarrollo de Sistemas Financieros y Economía.....	44
5.2 Riesgo de los Mercados de Deuda en los Países Emergentes	44
5.2.1 Extensiones en las Duraciones	44
5.2.3 Riesgo de Crédito y Tipo de Cambio	45
5.2.4 Endurecimiento Políticas Monetarias Países Desarrollados	46
5.2.5 Administración del Gobierno de Estados Unidos.....	46
5.2.6 Realidad Geopolítica	46
5.2.7 China	47
6. Conclusiones	48
7. Bibliografía	50

1. Introducción

El presente trabajo de investigación académica está orientado a analizar los mercados de deuda en los Países Emergentes en la actualidad. En concreto, a través de estas páginas, se intentará determinar cuáles son los factores que, durante los últimos años, han fomentado la inversión, además de los riesgos que esta inversión conlleva. El objetivo último es entender el atractivo de los mercados de deuda en los Países Emergentes.

Para ello, se deberá en primer lugar abordar los siguientes objetivos:

- Entender el funcionamiento de los mercados de deuda y los distintos productos que ofrece,
- Identificar los posibles riesgos existentes a la hora de invertir en los mercados de deuda de capital,
- Entender el concepto de País Emergente y su importancia en la economía global,
- Determinar el origen de los flujos de caja hacia los Países Emergentes,
- Revisar el comportamiento histórico de los mercados de deuda en los Países Emergentes,
- Identificar las tendencias actuales en los mercados de deuda de los Países Emergentes,
- Identificar los factores que fomentan la inversión en los mercados de deuda de los Países Emergentes y los posibles riesgos,

Todos los objetivos establecidos se tratarán a lo largo del trabajo creando un marco conceptual óptimo y situando al lector en contexto, de cara a poder entender y analizar el objetivo último del trabajo.

Revisten especial interés al tratarse de una tendencia de inversión actual y al haber trabajado durante seis meses en el departamento de mercados de capital de deuda para Latino América en Scotiabank, en la oficina de Nueva York. Durante el periodo de prácticas, pude ser testigo del resurgimiento de los mercados de deuda en Latinoamérica a lo largo de los últimos años, y la actual tendencia, desde el punto de vista del inversor, a tomar posiciones en este tipo de activos. Las empresas en la región acudían al mercado de deuda de forma más frecuente, y los inversores dejaban ver su interés en las elevadas tasas de sobresuscripción de los bonos, como consecuencia directa de los bajos

tipos de interés a raíz de las políticas monetarias expansivas de los países desarrollados. El presente trabajo pretende analizar el porqué de este comportamiento utilizando el conocimiento y la experiencia obtenida en Scotiabank.

El enfoque general de la investigación es deductivo. El presente trabajo tratará de demostrar la hipótesis principal del atractivo de los mercados de deuda en los Países Emergentes, desde el punto de vista del inversor. Con el fin de analizar dicha hipótesis, se han establecido diferentes objetivos que se mencionan al comienzo de la introducción.

Para el correcto desarrollo de este trabajo, se estudiará en profundidad los mercados de deuda y se elaborará un análisis de la situación actual, enfocando la información hacia los Países Emergentes. Para ello, se consultará de forma exhaustiva fuentes documentarias secundarias y bases de datos académicas. Se estudiarán libros académicos, artículos académicos, informes de investigación publicados por entidades financieras y artículos de periódicos.

Para lograr dichos objetivos, el trabajo se estructurará en cuatro grandes bloques de información. La investigación comenzará con un análisis genérico de los mercados de deuda donde se estudian los distintos productos y las clasificaciones existentes, junto con los riesgos que conllevan los mercados de deuda de capital. Se darán unas pinceladas a los mercados de bonos internacionales y se zanjará este bloque con un análisis de la situación actual en los mercados de deuda a nivel global.

El segundo bloque del trabajo se centrará en los Países Emergentes. Tras el análisis de varias definiciones y las características que definen a este grupo de países, se pasará a hablar de la importancia de estas economías a nivel global, el origen de los flujos de capital hacia los Países Emergentes y finalmente se analizará la situación actual en estos países.

Después de haber realizado un análisis en profundidad de los mercados de deuda y los Países Emergentes se estudiará la relación entre ambos: Los mercados de deuda en los Países Emergentes. En este penúltimo bloque, se hablará del desarrollo y de la evolución de estos mercados y se analizará la situación actual y las tendencias de hoy en día.

Para finalizar, el último bloque se centrará en cumplir con el objetivo principal de la investigación, analizando los factores determinantes, que hacen que los mercados de deuda en los Países Emergentes, resulten atractivos desde el punto de vista de los inversores. Con todo, “there is no such thing as a free lunch”, por lo que también se estudiarán los riesgos y desventajas de esta inversión.

2. Mercados de Deuda

Con el objetivo de movilizar dinero en el tiempo, se intercambian activos en los distintos mercados financieros. Se pueden distinguir cuatro principales mercados financieros: los mercados de deuda, los mercados de acciones, el mercado de derivados y el mercado de divisas. Los diferentes gobiernos junto con las empresas paraestatales o privadas, pueden acudir a los mercados de deuda con el propósito de conseguir financiación en la forma de préstamos, créditos bancarios o la emisión de instrumentos de deuda. Dicha financiación puede ser destinada a proyectos específicos de inversión o para que la propia empresa pueda continuar operando. Los mercados de deuda hacen referencia a esta última forma de financiación (Facultad de Economía UNAM, s.f.).

Los títulos que incluyen los documentos necesarios para validar los derechos de ambas partes en una transacción financiera es lo que se conoce como instrumento de deuda. Estos derechos hacen referencia a la responsabilidad del emisor en cuanto al pago de los recursos prestados al propietario del título, además del interés al que se comprometió previamente y todo ello, antes de una fecha de vencimiento establecida (Facultad de Economía UNAM, s.f.). “Los títulos de deuda son valores negociables que incorporan un derecho crediticio en sentido estricto permitiendo al emisor financiar inversiones a través de su colocación en el mercado de capital” (Comisión Nacional de Valores, 2007).

Atendiendo a la clasificación por parte de la Facultad de Economía UNAM, los instrumentos del mercado de deuda pueden ser clasificados en función de su cotización, su colocación, el tipo de tasa y el riesgo del emisor. Teniendo en cuenta el primer factor, la cotización considera si los instrumentos financieros están siendo cotizados “a descuento” o “a precio”. Mientras que los instrumentos a descuento no tienen cupones periódicos, es decir, no pagan intereses de forma regular, los valores con cotización a precio sí que tienen cupones periódicos. Los valores a descuento generan rentabilidad al comprarlos a un precio menor a la cantidad que el inversor recibirá una vez venza dicho instrumento financiero. El inversor compra los instrumentos con un descuento y luego recibirá el valor nominal o facial, generando de esta forma un rendimiento positivo. A diferencia de estos, el precio de los instrumentos que cotizan “a precio” es el resultado de calcular el valor presente de los futuros pagos de intereses y el valor

presente del valor nominal. La rentabilidad en este caso es el resultado de la diferencia entre el precio y el valor nominal del título.

En función de la colocación, los instrumentos de los mercados de deuda se pueden clasificar en instrumentos mediante colocación pública o colocación privada. Mediante una colocación pública, la oferta de los instrumentos se comunica mediante medios públicos y masivos. La asignación de los títulos puede tener lugar vía subasta o en el caso de que la entidad tenga un listado de inversores interesados, la asignación puede ser sindicada. Sin embargo, en una colocación privada, la oferta de instrumentos es para un grupo determinado de inversores. A pesar de que en ambos casos puede haber una lista de asignación previa, en una colocación privada se desconocen los participantes del mercado (Facultad de Economía UNAM, s.f.).

El tercer factor que distingue la Facultad de Economía UNAM son los tipos de tasas. Este factor clasifica a los instrumentos de deuda en función de si la tasa de interés es fija, variable o ligada a algún índice. Un instrumento de deuda con una tasa fija, pagará una tasa fija hasta el vencimiento del título mientras que una tasa variable admite cambios periódicos. Si la tasa está ligada a algún índice, el interés variará de acuerdo con dicho índice (Facultad de Economía UNAM, s.f.). Un ejemplo de este último serían los bonos indexados a la inflación. Este tipo de bono, devenga un cupón fijo hasta el vencimiento, pero cuyo valor nominal o principal varía en función de la evolución de un índice de precios (Expansión, 2014). Durante periodos de inflación positiva, aumentará su principal y con ello los cupones que se calculan como porcentaje de este.

Finalmente, los instrumentos de deuda también se pueden clasificar en función del riesgo del emisor (Facultad de Economía UNAM, s.f.). Las agencias calificadoras tienen un rol determinante a la hora de asignar calificaciones a las distintas entidades considerando la capacidad de pago del emisor.

2.1 Riesgos asociados con invertir en los mercados de deuda

Con el objetivo de profundizar en los mercados de deuda, es esencial entender todos los riesgos asociados con la inversión en este tipo de instrumentos. El rendimiento obtenido de un instrumento de deuda desde el momento de compra, hasta el momento de venta puede ser dividido en dos partes. En primer lugar, el valor de mercado del instrumento

cuando se vende, y en segundo lugar los flujos de caja recibidos de dicho valor durante el periodo de tiempo que le pertenezca, además de los ingresos adicionales generados a la hora de reinvertir los flujos de caja (Dattatreya y Fabozzi, 2005). El riesgo asociado a invertir en el mercado de deuda hace referencia al impacto de distintos factores del entorno en las dos partes del rendimiento. Los inversores de los mercados de deuda se ven expuestos a los siguientes tipos de riesgos: riesgo de cambio en las tasas de interés, riesgo de reinversión, riesgo asociado a los bonos amortizables, riesgo crediticio, curva de rendimiento, inflación, riesgo de liquidez, tipo de cambio, riesgos políticos o legales y riesgo de un evento específico (Dattatreya y Fabozzi, 2005).

2.1.1 Riesgo de cambio en las Tasas de Interés

El riesgo ante los cambios en las tasas de interés considera el hecho de que un instrumento de deuda típico se mueve en direcciones opuestas a cambios en los tipos de interés: al subir los tipos de interés, el precio del instrumento baja y viceversa. Si el objetivo del inversor es mantener el instrumento hasta su vencimiento, dichos cambios no le afectarán. Sin embargo, en el caso de querer vender dicho instrumento de deuda antes de su fecha de vencimiento, una subida de los tipos de interés implicaría una pérdida de capital. Este tipo de riesgo también conocido como riesgo de mercado, es el mayor riesgo al que se enfrentan los inversores (Dattatreya y Fabozzi, 2005).

2.1.2 Riesgo de Reinversión

Para analizar el riesgo de reinversión es crucial considerar o asumir que los flujos de caja obtenidos del instrumento financiero serán reinvertidos. Los ingresos adicionales obtenidos gracias a la reinversión dependerán de las tasas de interés en el momento de invertir además de la propia estrategia de inversión. El riesgo de reinversión hace referencia a las posibles diferencias de rentabilidad a la hora de reinvertir debido a cambios en los mercados (Dattatreya y Fabozzi, 2005). Si los tipos de interés bajan, la rentabilidad disminuirá. El riesgo de reinversión es siempre mayor para periodos de posesión más largos y para instrumentos financieros con flujos de caja elevados e iniciales como los bonos con cupones altos (Dattatreya y Fabozzi, 2005).

2.1.3 Riesgo Asociado a los Bonos Amortizables

El siguiente tipo de riesgo considera el riesgo asociado a aquellos instrumentos financieros donde el emisor cuenta con la posibilidad de poder amortizar o “call” antes de su fecha de vencimiento. El emisor tiene el derecho de poder refinanciar el bono en el futuro en el caso de que los tipos de interés sean menores que el cupón (Dattatreya y Fabozzi, 2005). Desde la perspectiva del inversor se pueden diferenciar tres grandes desventajas a la hora de tratar con este tipo de instrumento financiero. En primer lugar, no existe una tendencia única o fija a la hora de analizar los flujos de caja. En segundo lugar, el inversor también está expuesto al riesgo de reinversión si el emisor decide amortizar el bono cuando las tasas de interés han bajado, ya que se verá obligado a reinvertir los ingresos del bono a unos intereses más bajos. Por último, el inversor también ve reducido su potencial de ganancia en el caso de venta, ya que la diferencia entre el precio del bono amortizable y el precio al cual el emisor puede recomprar el bono suele ser reducida (Dattatreya y Fabozzi, 2005).

2.1.4 Riesgo Crediticio

Aquellos inversores que decidan invertir en los mercados de deuda también se verán expuestos a un riesgo crediticio que incluye tanto el riesgo de impago por parte del emisor como el riesgo de que el valor del bono disminuya o que el rendimiento del bono sea peor que el de sus comparables. Esto puede ser debido a la necesidad de un diferencial crediticio mayor al tener un riesgo percibido mayor o debido a una calificación crediticia más baja que sus comparables, pudiendo ser consecuencia de una rebaja de esta. Normalmente, antes de una rebaja o mejora de una calificación crediticia, las agencias anuncian con antelación que están en proceso de revisión (Dattatreya y Fabozzi, 2005).

2.1.5 Riesgo ante la Curva de Rendimiento

La curva de rendimiento también conocida como “yield-curve” presenta un riesgo al inversor en el caso de que las predicciones respecto al desempeño de los rendimientos de bonos con distintas fechas de vencimiento se desvíen de lo esperado. En numerosas ocasiones, se utilizan bonos con distintas fechas de vencimiento de forma alternativa ajustándolo a las diferencias en el riesgo de los tipos de interés de cada bono. Estos

ajustes se hacen bajo las predicciones de como los tipos de interés podrían cambiar en el futuro. En el caso de existir variaciones entre lo esperado y lo que ocurra, el inversor se ve expuesto a un riesgo dada la curva de rendimiento (Dattatreya y Fabozzi, 2005).

2.1.6 Riesgo de Inflación

Todos aquellos bonos que no estén indexados a la inflación presentan un riesgo ante una subida de precios que se mide en términos de la capacidad adquisitiva de los flujos de caja generados por el instrumento financiero. En periodos de inflación, cuando la inflación llegue a tasas superiores al cupón, el poder adquisitivo de los flujos de caja generados se verá disminuido. Dado que el emisor se compromete a ofrecer una tasa fija de interés, la inflación supone una amenaza a la rentabilidad real del instrumento de deuda (Dattatreya y Fabozzi, 2005).

2.1.7 Riesgo de Liquidez

Otro de los riesgos que deberá considerar un inversor a la hora de adentrarse en los mercados de deuda es el posible riesgo de liquidez. Este riesgo se presenta en la forma de verse obligado a vender un bono por debajo de su valor real al ser este valor indicado por una transacción reciente. La liquidez se mide con el spread de compra y venta, cuanto más amplio sea el diferencial o spread, mayor será el riesgo al que se expone el inversor. Desde una perspectiva del mercado en general, el spread de compra y venta se puede calcular utilizando el mejor precio de oferta, el precio más alto al cual uno está dispuesto a comprar, y el precio de compra más bajo, el precio más bajo al cual uno está dispuesto a vender (Dattatreya y Fabozzi, 2005). Si un inversor planea tener el bono hasta su fecha de vencimiento sin necesidad de hacer pública su posición en el mercado, el riesgo de liquidez no es un problema a tener en cuenta. No obstante, un inversor institucional que planea mantener el bono hasta su fecha de vencimiento, pero que, a diferencia del anterior, tiene que anunciar su posicionamiento en el mercado de forma periódica debe ser consciente del riesgo de liquidez. El porfolio del inversor se verá reevaluado en función de los precios de mercado de los bonos que están directamente relacionados con la liquidez (Dattatreya y Fabozzi, 2005).

2.1.8 Riesgo de Tipo de Cambio

Aquellos bonos que no están denominados en dólares estadounidenses, bonos cuyos pagos se realizan en divisas extranjeras, tienen flujos de caja indeterminados en dólares estadounidenses. Los flujos de caja generados son desconocidos dado que dependen del tipo de cambio del momento del pago (Dattatreya y Fabozzi, 2005). Suponiendo que un inversor compra un bono cuyos pagos se realizan en pesos colombianos, si el peso se deprecia respecto al dólar, el inversor recibirá menos dólares y viceversa. Además del riesgo de tipo de cambio, es crucial hacer hincapié en el potencial riesgo ante cambios en los tipos de interés del mercado local. Los ingresos del inversor dependerán de los niveles de los tipos de interés en el mercado local junto con el tipo de cambio del momento de pago.

2.1.9 Riesgos Políticos o Legales

Además del riesgo relacionado con los tipos de cambio, es importante tener en cuenta los posibles riesgos políticos o legales. En ocasiones los gobiernos pueden quitar o añadir impuestos sobre los bonos o declarar bonos sujetos a impuestos que en el pasado estaban exentos. Las acciones legales o políticas pueden tener un impacto sobre el valor del instrumento de deuda y esto es lo que se conoce como riesgo político o legal. El ejemplo más claro y frecuente son los cambios en las tasas impositivas que afectan directamente a los ingresos obtenidos al invertir en bonos (Dattatreya y Fabozzi, 2005).

2.1.10 Riesgo de un Evento Especifico

Finalmente, a la hora de invertir en bonos, un inversor debe ser consciente de que la probabilidad de que el emisor cumpla con sus obligaciones también dependerá de una serie de factor externos. Los pagos por parte del emisor tanto de los intereses como del principal, podrían ser impactados por cambios inesperados causados por incidentes naturales o industriales, o adquisiciones y reestructuraciones empresariales. Este tipo de riesgo es conocido como el riesgo asociado a eventos específicos (Dattatreya y Fabozzi, 2005).

2.2 Mercado de Bonos Internacionales

La creación de bonos globales y el desarrollo de su distribución gracias a nuevos medios como Internet, ha incrementado la globalización del mercado de bonos en los últimos años. Sin embargo, la inversión en bonos internacionales no es ninguna novedad. Las inversiones transfronterizas en el mercado de bonos fueron comunes antes de la Primera Guerra Mundial. Antes de 1920, Moody's ya trabajaba con más de 50 prestatarios soberanos con el objetivo de obtener calificaciones crediticias (Steward, 2005). A pesar de ello, la mayoría de estas inversiones internacionales no acabaron de forma positiva para los inversores estadounidenses. La hiperinflación durante el periodo de la República de Weimar durante los años 20, hizo que la moneda alemana de aquel momento, el Reichsmark, perdiera todo su valor. Del mismo modo, durante esa misma época, los inversores estadounidenses vieron como sus inversiones perdían valor en términos de dólares: 86% en Francia, 70% en Italia y 50% en España. Sorprendentemente, aquellos países que no vieron su moneda desvalorizada durante este periodo como es el caso de Reino Unido, Suiza o Argentina, se vieron gravemente afectados tras el fracaso del sistema de Bretton Woods de tipos de cambios fijos durante los años 70. Entre los años 1930 y 1970, la aplicación de controles de capital y regulaciones domesticas restringieron significativamente las inversiones transfronterizas en bonos. Finalmente, durante los años 80, los mercados exteriores y los bancos fomentaron este tipo de inversiones animando a los gobiernos a introducir reformas de mercado domesticas que liberalizasen los flujos de capital en los mercados de bonos (Steward, 2005). Durante los últimos 30 años, gracias a las reducciones en los controles de capital y a los avances en la tecnología relacionada con la diseminación de información o el seguimiento de portfolios y tendencias en los mercados de capital, el mercado de bonos internacionales ha crecido significativamente.

Los bonos internacionales se pueden dividir en tres categorías generales: domésticos, Euro y extranjeros, dependiendo del domicilio del emisor, la suscripción por parte de los sindicatos, el domicilio de los inversores o la denominación de la moneda entre otros factores (Steward, 2005). Los bonos domésticos son emitidos, suscritos y comercializados bajo la moneda y regulación del mercado de bonos domestico por un prestatario también doméstico. A diferencia de estos, los Eurobonos son suscritos por

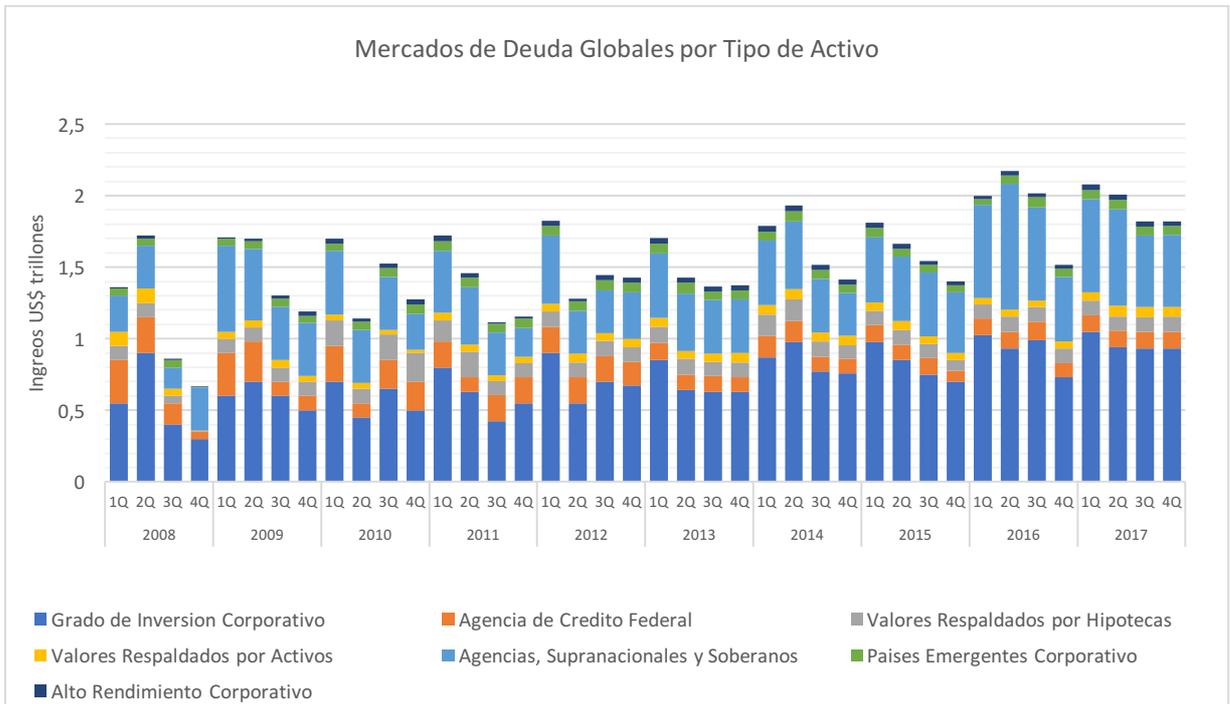
sindicatos internacionales y comercializados fuera de los mercados domésticos, mientras que los bonos extranjeros se emiten bajo la regulación de un mercado doméstico por empresas domiciliadas en el extranjero, con el objetivo de atraer principalmente a inversores domésticos (Steward, 2005).

Según Christopher Steward (2005), el factor más decisivo a la hora de analizar el rendimiento de un bono es la moneda de denominación del bono y como consecuencia el dilema para un inversor estadounidense, por ejemplo, reside en la decisión entre un bono internacional denominado en dólares estadounidenses o en la moneda local de otros países. Dejando al margen factores como el domicilio del emisor, el comprador o el mercado donde se comercialice, el factor principal a tener en cuenta, será la dirección en la que se muevan los tipos de interés en Estados Unidos para bonos denominados en dólares, y la dirección en la que se muevan los tipos de interés de los países donde se hayan emitido en moneda local los bonos (Steward, 2005).

2.3 Actualidad Mercados de Deuda

Atendiendo a un estudio realizado por Thomson Reuters, durante el año 2017 los mercados de deuda globales volvieron a alcanzar los siete trillones de dólares estadounidenses por segundo año consecutivo. La actividad total de los mercados de capital de deuda ascendió a 7,2 trillones de dólares estadounidenses, suponiendo un leve descenso respecto a 2016, pero aun así superando los de siete trillones de dólares estadounidenses un año más (Jasso, 2018). Cabe destacar las emisiones de bonos corporativos y SSA's que fueron los emisores con mayor volumen durante el año 2017 como muestra la Figura I.

Figura I: Mercados de Deuda de Capital Globales clasificados por tipos de emisor



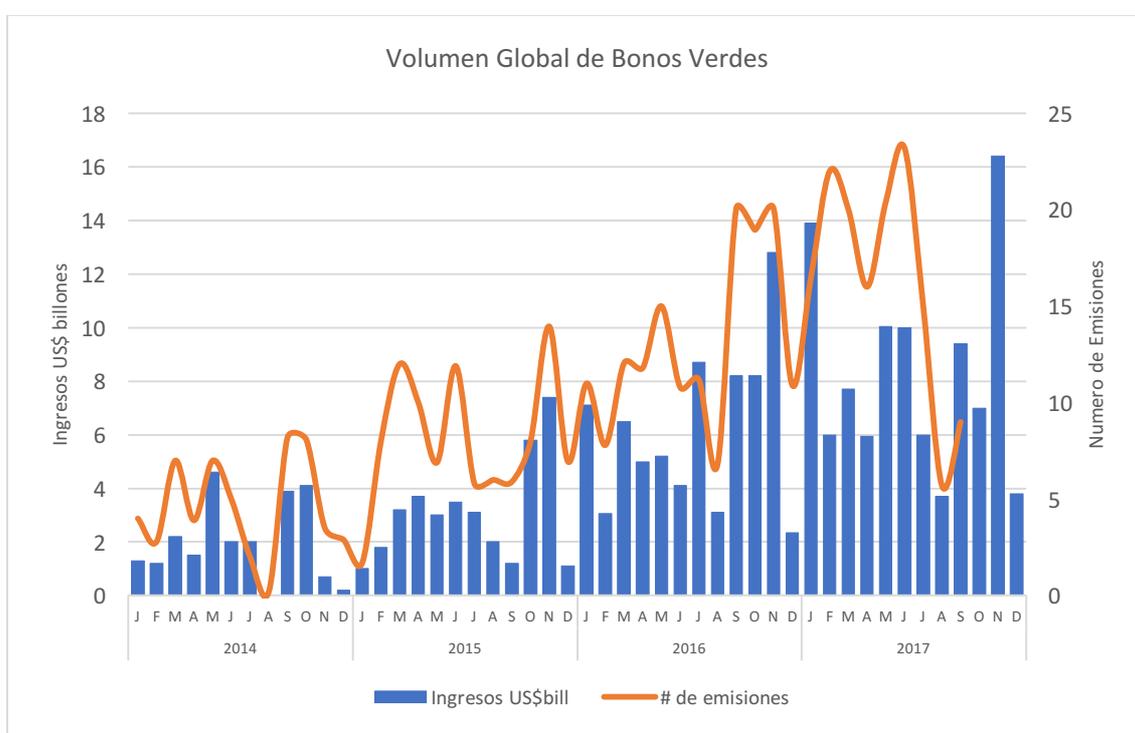
Fuente: Thomson Reuters: Debt Capital Markets Review: Managing Underwriters

Uno de los impulsores claves a tener cuenta que explican el alto volumen de deuda emitida, son los tipos de interés bajos y el apoyo de los bancos centrales, creando un contexto oportunista a la hora de buscar financiación (Societe Generale, 2017). Sin embargo, el apetito de deuda por parte de los inversores cambió de forma radical respecto al año 2016. Mientras que el 2016 comenzó con volúmenes bajos y altos niveles de volatilidad, principalmente debido a la bajada de los precios de las materias primas, el 2017 empezó con un elevado volumen de emisión causado por la incertidumbre política en Países Bajos y Francia, todo ello antes de las esperadas subidas de tipos de interés por parte de los bancos centrales (Societe Generale, 2017).

Otro de los aspectos claves y tendencias de los mercados de deuda durante el año 2017 es el surgimiento de los bonos verdes. El Banco Bilbao Vizcaya Argentaria define los bonos verdes como “cualquier tipo de bono cuyos fondos se destinan exclusivamente a financiar o refinanciar, en parte o en su totalidad, proyectos verdes elegibles, ya sean nuevos y/o existentes” (BBVA, 2017). Dado el entorno actual donde las empresas cada vez son más conscientes de la importancia de la sostenibilidad y el medio ambiente, los

bonos verdes son cada vez más populares entre las empresas emisoras y los inversores. Este tipo de bonos ha alcanzado ya los 100 billones de euros y más del 70% de las 35 empresas con más volumen de emisión en el ámbito de organizaciones supranacionales y agencias ya han emitido bonos verdes y se han comprometido a hacerlo al menos una vez al año (Societe Generale, 2017). La Figura II representa gráficamente la evolución en el número de emisiones y el volumen emitido desde el año 2014 hasta finales del 2017, mostrando el crecimiento de este instrumento financiero.

Figura II: Volumen Global de Bonos Verdes



Fuente: Thomson Reuters: Debt Capital Markets Review: Managing Underwriters

De cara al 2018, Societe Generale espera que la actual tendencia se mantenga y que no existan variaciones significativas en cuanto al volumen de deuda emitido o la actual tolerancia al riesgo por parte de los inversores. Del mismo modo, se espera que la actual dirección en la que se mueven los tipos de interés guiados por la Fed, ejerza presión en el Banco Central Europeo para posibles subidas de tipos de interés en el futuro (Societe Generale, 2017).

3. Países Emergentes

3.1 Definiciones

Credit Suisse define a los Países Emergentes como “un país que, en su desarrollo económico, social y político, está a medio camino entre un país en vías desarrollo y un país industrializado”. Atendiendo a distintos indicadores económicos como pueden llegar a ser la fase de desarrollo en la que se encuentra el sector financiero de un país o la renta per cápita, el requisito para que se considere un país emergente es que se encuentre en proceso de industrialización. A pesar de que los indicadores económicos sean los que predominen a la hora de elaborar esta clasificación, indicadores sociales como la esperanza de vida o la tasa de alfabetización, también son útiles a la hora de analizar estos países (Credit Suisse, s.f.). Según el informe elaborado por Credit Suisse, una de las características en común que comparten este grupo de países, es su sistema político. El informe menciona que la mayoría de los Países Emergentes cuentan con un sistema relativamente joven o en proceso de transformación. Del mismo modo, sus tasas de crecimiento suelen ser mayores que las tasas de crecimiento en países desarrollados lo que supone un incremento del poder adquisitivo desde el punto de vista de consumidor. Este incremento del poder adquisitivo resulta en un incremento de la demanda interna que potencia aún más el crecimiento de los Países Emergentes.

A pesar de no existir una definición precisa y reconocida para este conglomerado de países, Aziz Sunje y Emin Civi (2017) desarrollaron los siguientes criterios de clasificación a la hora de diferenciar los distintos países. En primer lugar, opinan que los Países Emergentes tienen un nivel más bajo de desarrollo económico que puede ser representado en términos de Producto Interior Bruto per cápita. Asimismo, consideran que los Países Emergentes tienen economías y sociedades en periodos de transición. Los gobiernos tratan de crear regímenes de economías de libre mercado, y sociedades democráticas a través de reformas, tanto económicas como políticas. Por otro lado, y de acuerdo con el informe de Credit Suisse, los Países Emergentes deben contar con altas tasas de crecimiento, debido al intento de crear una economía de libre mercado. Este crecimiento, que como mínimo deberá ser del 5% según los autores, puede ser medido con la tasa de crecimiento del Producto Interior Bruto. Finalmente, para que un país pueda ser considerado un país emergente de acuerdo con Aziz Sunje y Emin Civi

(2017), el país deberá tener un alto potencial y margen de crecimiento. Este potencial puede ser medido, como la diferencia entre el nivel de desarrollo económico o paridad de poder adquisitivo y la media del Producto Interior Bruto de países desarrollados.

Miller (1998), también intenta definir a los Países Emergentes buscando una serie de características en común. Según el autor, existen una serie de características físicas, como falta de infraestructura comercial y deficiencias en cuanto a infraestructuras de comunicación, transporte y electricidad, que son frecuentes en estos países. Del mismo modo, desde una perspectiva sociopolítica, los Países Emergentes suelen contar con inestabilidades políticas, sistemas legales deficientes, falta de disciplina social, niveles de tecnología poco avanzados y culturas únicas. Finalmente, considerando la perspectiva económica, Miller opina que, en los Países Emergentes, predominan rentas bajas y divisas controladas por el gobierno, que tratan de transformar sus economías en economías de libre mercado (Miller, 1998).

Otra forma de entender los Países Emergentes es comparándolos con los países desarrollados y determinando donde residen las principales diferencias. Aziz Sunje y Emin Civi (2017) diferencian cuatro dimensiones principales, y las comparan en países desarrollados versus emergentes. La primera dimensión hace referencia al nivel de desarrollo económico. Mientras que en los países desarrollados el nivel es alto, los autores consideran que, en los Países Emergentes, el nivel de desarrollo económico es medio-bajo.

Si consideramos el estado de la economía, los países desarrollados cuentan con economías desarrolladas y estables, mientras que los emergentes tienen economías en procesos de transición e inestables. Dentro de esta dimensión, diferenciamos otras 5 subdimensiones económicas. El contexto macroeconómico de los países desarrollados está desarrollado y estable mientras que, en las economías emergentes, el contexto macroeconómico sigue en proceso de creación y está subdesarrollado. Algo similar ocurre con las instituciones del mercado que, mientras que en el primer grupo están desarrolladas, en el segundo aún están siendo construidas y están en vías de desarrollo. Las condiciones de mercado y sus infraestructuras son estables y desarrolladas en los países desarrollados a diferencia de los Países Emergentes, que cuentan con condiciones de mercado inestables e infraestructuras subdesarrolladas en proceso de creación.

Mientras que la intervención el Estado y la participación gubernamental no es especialmente alta en los países desarrollados, en las economías emergentes los gobiernos están considerablemente implicados. Finalmente, dentro del ámbito económico, mientras que en los países desarrollados la población no se resiste a la economía de mercado y acoge la idea de forma positiva, en los Países Emergentes muestran más resistencia (Aziz y Emin, 2017).

Las dos últimas dimensiones que diferencian Aziz Sunje y Emin Civi (2017) son las tasas de crecimiento y el potencial de crecimiento. Mientras que la primera dimensión es alta para los Países Emergentes y baja para los desarrollados, el potencial de crecimiento es enorme, dado el subdesarrollo de los mercados en las economías emergentes, y bajo para las economías desarrolladas, dada la fase de madurez en el que se encuentran sus mercados. La Figura III resume las dimensiones y las compara en los países desarrollados y emergentes.

Figura III: Comparación entre Países Desarrollados y Emergentes

Dimensiones	Mercados Desarrollados	Mercados Emergentes
1. <i>Nivel de desarrollo de la economía</i>	Alta	Bajo/Medio
2. <i>Estado de la Economía y Sociedad</i>	Desarrollada / Estable	Transitorio / Inestable (Reformas Económicas/Políticas)
2.1. <i>Contexto macroeconómico</i>	Desarrollada / Estable	Subdesarrollado (en creación)
2.2. <i>Instituciones del Mercado</i>	Desarrollada	Subdesarrollado (en construcción)
2.3. <i>Condiciones del Mercado</i>	Estable	(In)estable
2.4. <i>Infraestructura del Mercado</i>	Desarrollada	Subdesarrollado (en construcción)
2.5. <i>Influencia del Gobierno</i>	No muy alta	Relativamente alta
2.6. <i>Resistencia cultural a la economía de mercado</i>	Baja	Más alta
3. <i>Tasa de Crecimiento</i>	Baja	Alta
4. <i>Margen de Crecimiento</i>	Estrecho (mercados maduros)	Enorme (mercados subdesarrollados)

Fuente: Traducción de Aziz, S. y Emin, C. (2017). “Emerging Markets: A review of conceptual frameworks.”

3.2 Grupo BRIC

Al profundizar en los Países Emergentes y sus características, es crucial hacer referencia el termino BRIC, creado por Jim O'Neil, analista jefe de Goldman Sachs en el 2001. El termino BRIC hace referencia a cuatro Países Emergentes que tienen varias características en común: Brasil, Rusia, India y China. Según el informe “El creciente peso de las Economías Emergentes en la Economía y Gobernanza Mundiales. Los países BRIC” escrito por Luis Orgaz, Luis Molina y Carmen Carrasco para el Banco de España haciendo referencia al termino BRIC (2011):

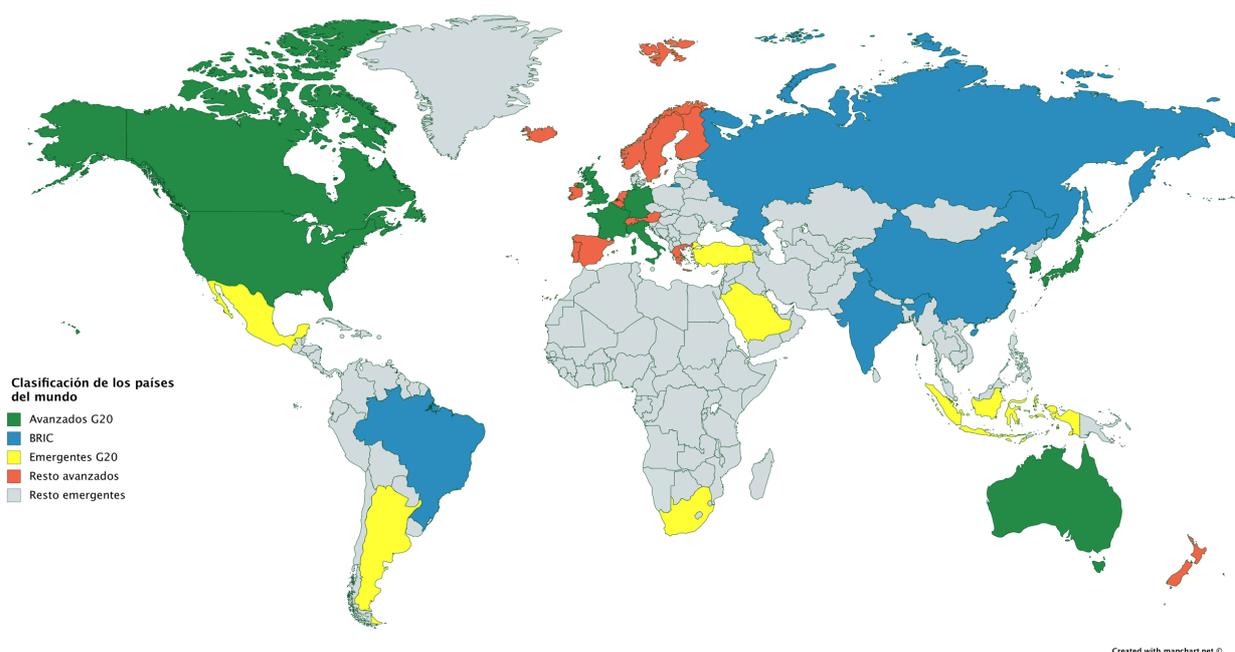
“En primer lugar, se trata de países en desarrollo, de gran tamaño económico, peso creciente en la economía mundial y elevado potencial. En segundo lugar, son todos ellos países de importancia sistémica para la economía mundial, en cuanto que lo que sucede en sus economías nacionales tiene repercusiones de gran calado, no solo en su ámbito regional, sino también en el global. Finalmente, existen en todos ellos también la voluntad, y la capacidad para ejercer una influencia significativa en el gobierno de la economía mundial”.

Según el informe, este grupo de países se podría entender como una “coalición blanca”. Una coalición, debido a que dada las características en común con las que cuentan, los cuatro países comparten una serie de intereses en común, estableciendo reuniones periódicas entre los respectivos Jefes de Gobierno para establecer distintos posicionamientos y alternativas. Asimismo, los autores utilizan el adjetivo “blanda” porque, a pesar de compartir las características en común mencionadas previamente, también cuentan con diferencias significativas que puede llegar a resultar en intereses contrapuestos, y hace imposible la creación de una coalición más fuerte. Estas diferencias hacen referencia a aspectos como el grado de apertura al exterior, políticas de exportaciones o el saldo de sus balanzas por cuenta corriente (Orgaz, Molina y Carrasco, 2011). También es importante tener en mente que existen varios países cerca de cumplir con las características mencionadas previamente como son México, Sudáfrica, Indonesia o Turquía (Orgaz, Molina y Carrasco, 2011).

La Figura IV, es un mapa diferenciando los países avanzados y los emergentes según el Banco de España. Como se puede apreciar en el mapa, los Países Emergentes ocuparían alrededor del 76,5% de la superficie mundial, aproximadamente 100 millones de

kilómetros cuadrados. Los países BRIC representarían alrededor de un 30% de la población teniendo en cuenta que Rusia y China son los dos países más grandes del mundo seguidos de Brasil en quinta posición e India séptima (Orgaz, Molina y Carrasco, 2011).

Figura IV – Clasificación de los Países del Mundo



Fuente: Orgaz, L., Molina, L. Y Carrasco, C. (2011). “El creciente peso de las Economías Emergentes en la Economía y Gobernanza Mundiales. Los Países BRIC”. Banco de España

3.3 La importancia de las Economías Emergentes en la Economía Mundial en el siglo XXI

En el pasado, existía una gran diferencia entre las rentas per cápita de las economías emergentes y desarrolladas, debido a que los Países Emergentes contaban con la mayor parte de la población mundial, pero, sin embargo, con unas tasas de crecimiento muy similares a las de los países desarrollados. Esto limitaba la convergencia real, creando grandes diferencias entre las rentas per cápita de ambos grupos de países. No obstante, con el cambio de siglo, la situación ha cambiado de forma radical. Los Países

Emergentes cuentan ahora con altas tasas de crecimiento, a la vez que ven una ralentización en las tasas de crecimiento de la población. Estos cambios se ven reflejados en aumentos del Producto Interior Bruto per cápita, que está directamente relacionado con un incremento del nivel de vida y de esta forma, los Países Emergentes están reduciendo las diferencias con los países desarrollados (Orgaz, Molina y Carrasco, 2011).

Gracias a la globalización, los Países Emergentes se han encontrado ante un contexto de mayor integración, beneficiándose y a la vez impulsando, el proceso de globalización. Esta integración ha tenido lugar en la forma de exportaciones, comercio entre ambos grupos de países e intercambios de materias primas entre otras cosas. El entorno favorable alrededor de los Países Emergentes ha reducido de forma significativa la percepción de riesgo que en el pasado les había caracterizado, y por tanto ha mejorado de esta forma sus perspectivas de futuro (Orgaz, Molina y Carrasco, 2011).

Con el objetivo de entender la importancia de los Países Emergentes en la economía mundial en el Siglo XXI, la Figura V muestra una serie de variables tanto geográficas como económicas y sociales, para que puedan ser comparadas entre los países emergentes y avanzados.

Figura V: Peso de los BRIC y Países Emergentes en la Economía Mundial

	Superficie (m.km ²)	Población		PIB (m.m.\$)		Crecimiento PIB (%) (b)		PIB per cápita (\$)	
		1990	2010	1990	2010	1990	2010	1990	2009
BRIC	38.4	2,297	2867	3,611	16,788	4.8	8.0	5,873	6,851
Brasil	8.6	147	191	782	2,010	1.9	3.7	7,179	9,455
Rusia	17.1	145	141	1,169	2,116	-2.1	4.9	12,630	13,554
India	3.3	862	1199	750	3,615	5.6	7.4	1,249	2,970
China	9.6	1,143	1335	910	9,047	9.8	10.5	1,101	6,200
Resto Emergentes	60.9	1,993	2793	5,332	15,861	3.3	4.5	7,709	10,304
Emergentes	99.3	4,290	5660	8,943	32,649	3.9	6.2	6,941	8,542
Avanzados	30.5	891	1011	16,437	37,391	2.9	1.6	27,230	35,183
Mundo	129.9	5,182	6671	25,380	70,040	3.2	3.6	20,081	22,764
PRO MEMORIA:									
BRIC / Emergentes (%)	38.7	53.5	51	41,6	52.0	1.9	3.9	84.6	80.2
BRIC / Mundo (%)	29.6	44.3	43	13,9	24.5	0.8	1.6	29.2	30.1
Emergentes / Mundo %	76.4	82.8	85	33,4	47.1	1.4	2.6	34.6	37.5

Fuente: Orgaz, L., Molina, L. Y Carrasco, C. (2011). “El creciente peso de las Economías Emergentes en la Economía y Gobernanza Mundiales. Los Países BRIC”. Banco de España

El importante peso de las economías emergentes a nivel mundial se puede entender analizando distintas variables. En términos de población, los Países Emergentes han concentrado a la mayor parte de la población, al contar con tasas de crecimiento mayores. El informe del Banco de España estimada, que el incremento de la población mundial entre 1960 y 2015 estaría entorno a un 138,2% para los países desarrollados, mientras que los emergentes tendrían un crecimiento de 165,1%. Estas cifras implican que, en el año 1960, el 76,7% de la población residía en estos países y que aumentaría hasta 85,4% en el año 2015 (Orgaz, Molina y Carrasco, 2011).

Otra de las variables que demuestra la importancia a nivel mundial de los Países Emergentes, es la tasa de crecimiento del Producto Interior Bruto. Mientras que en las últimas décadas los países desarrollados han registrado una tasa de 2,9%, los Países Emergentes de 3,6%. Durante el periodo de tiempo 2000-2010, la tasa media del primer grupo fue de 1,9%, a diferencia de los Países Emergentes que registraron una tasa del 6,2%, diferencia que se estima mantener en los próximos años, y que prueba el peso de

estas economías desde una perspectiva global (Orgaz, Molina y Carrasco, 2011). En los años ochenta, los Países Emergentes contribuyeron un 33% al Producto Interior Bruto mundial, pero después del cambio de siglo, la contribución aumentó a 47%. Este aumento de la contribución, junto con las perspectivas de futuro que estiman que el porcentaje continuara aumentando, son prueba de la significativa importancia de estos países para la economía a nivel global (Orgaz, Molina y Carrasco, 2011).

3.4 Origen de los flujos de capital hacia las Economías Emergentes

Los cambios en las políticas monetarias y financieras de los países desarrollados como es el caso de Estados Unidos, tienen un impacto directo en las economías de los países emergentes y en los flujos de capital hacia este conglomerado de países.

A partir de los años noventa, los países emergentes se vieron sometidos a una serie de cambios importantes, que tuvieron un impacto directo en la situación económica de estos. Gracias a las estrategias de apertura y estabilización que aplicaron los gobiernos de los respectivos países, el entorno económico y financiero mejoró de forma significativa en los países emergentes. La transición hacia una economía de libre mercado estimuló la entrada de flujos de capital, a pesar de las bajas tasas de interés de aquel momento. Esta tendencia hacia los Países Emergentes, tuvo lugar en un contexto de crecimiento bajo y tasas de interés bajas en los países más desarrollados, fomentando la inversión en economías emergentes (Schwartz, 1995).

En un periodo de tres años, desde 1990 a 1993, según Moisés J. Schwartz (1995) en su artículo “Los Mercados Emergentes y el Desafío del Capital Externo”, “la corriente neta de capital hacia los países en desarrollo, se incrementó de unos 40.000 millones de dólares en 1990 a 155.000 millones en 1993”. Hay que hacer énfasis en el caso particular de México, donde las corrientes de capital pasaron de 2000 millones de dólares entre 1983 y 1989, a 106.000 millones entre 1990 y 1994 (Schwartz, 1995). Esto supuso un incremento dramático en un periodo de tiempo relativamente reducido, prueba de esta nueva tendencia de inversión hacia los mercados emergentes.

Desde 1990 hasta 1995, las corrientes de capital estaban compuestas por inversiones de cartera, es decir, instrumentos del mercado de dinero y valores, que representaba entorno a un 41% de los flujos totales, y un 37% que correspondía a inversiones

extranjeras directas. Sin embargo, es importante hacer hincapié en que no existe una norma general y que existían diferencias en función de las zonas geográficas. Mientras que en Asia las inversiones de cartera suponían un 24% y las inversiones extranjeras directas un 45%, en el hemisferio occidental, los flujos de caja se dividían en 66% y 30% respectivamente (Schwartz, 1995).

Moisés J. Schwartz (1995) diferencia tres principales factores que explican el origen de los flujos de capital hacia los Países Emergentes. En primer lugar, uno de los factores fundamentales fue el acceso a los mercados internacionales, que obtuvieron gracias a la reestructuración de su deuda externa y reformas tanto económicas como financieras. En segundo lugar, la situación era óptima, pues los inversores estaban buscando alternativas ya que la mayoría de los países desarrollados se encontraban en un momento de escaso crecimiento, bajas tasas de interés y baja demanda de crédito. Un ejemplo claro de ello fue Estados Unidos donde la tasa del mercado de dinero pasó de 9,8% en 1989, a 2,9% en 1992. Debido a ello, los inversores buscaban ahora mercados donde pudiese obtener niveles de rendimiento más altos (Schwartz, 1995). El último factor que menciona el autor, es la tendencia de aquel momento por parte de inversores institucionales, a diversificar de forma internacional sus carteras. Según Moisés J. Schwartz (1995): “En 1987 apenas 50 centavos de cada 100 dólares de inversión externa en cartera de los países desarrollados se canalizó a los mercados emergentes. En 1993 esa relación llegó a 16 dólares de cada 100, pues a principios de los noventa, las inversiones en dichos mercados, se convirtieron en un activo reconocido y atractivo para la comunidad financiera internacional”.

3.5 Actualidad de los Países Emergentes

La Figura VI es una tabla resumen elaborada por Bloomberg analizando 20 de los 24 Países Emergentes que forman el MSCI Inc.'s Emerging-Market Index y ordenados de más a menos atractivo en función de las distintas puntuaciones a las que han llegado.

Figura VI: Ranking de Países Emergentes

<i>Ranking</i>	<i>País</i>	<i>PIB</i>	<i>Cuenta Corriente</i>	<i>Valoración Activos</i>	<i>REER</i>	<i>Clasificación crediticia soberano</i>	<i>Puntuación Total</i>
1	México	0,08	-0,39	0,72	1,53	0,25	2,19
2	Turquía	-0,26	0,15	0,48	2,57	-0,91	2,02

3	Checa	0,60	0,97	-0,73	-0,35	1,41	1,91
4	Polonia	0,37	0,96	-0,89	0,46	0,25	1,15
5	Malasia	0,25	-0,95	-0,60	1,43	0,54	0,67
6	Corea	-0,12	0,39	0,14	-1,18	1,41	0,65
7	Hungría	0,84	0,47	-1,46	0,79	-0,62	0,02
8	Colombia	-0,58	0,16	-0,87	1,64	-0,33	0,02
9	Perú	-0,39	0,68	-1,04	0,35	0,25	-0,15
10	U.A.E.	0,06	-0,84	0,18	-1,01	1,41	-0,20
11	Chile	-0,12	0,05	-1,68	0,25	1,12	-0,38
12	Taiwán	-0,07	0,74	0,06	-2,28	1,12	-0,43
13	Sudáfrica	-0,14	0,52	-0,93	0,97	-0,91	-0,50
14	Brasil	0,27	0,84	-1,33	0,75	-1,49	-0,98
15	Rusia	0,18	-1,03	-0,50	0,84	-0,62	-1,13
16	Tailandia	0,26	0,82	-1,95	-1,38	0,25	-1,99
17	Filipinas	0,51	-1,59	-0,71	-0,13	-0,33	-2,24
18	Indonesia	-0,32	-0,45	-1,28	0,24	-0,62	-2,43
19	China	-1,43	-0,85	-0,86	-0,86	0,83	-3,17
20	India	-0,41	0,64	-1,15	-1,67	-0,62	-3,21

Fuente: Traducción de Teso, Y., Kondo, M. Y Dormido, H. (2018), “These are 2018’s Most (And Least) Attractive Emerging Markets”. Bloomberg. Consultado el 10 de Mayo de 2018.

Como se puede apreciar en la tabla, México y Turquía, resultaron ser los países emergentes más atractivos para el año 2018, mientras que los últimos 5, con puntuaciones más bajas resultaron ser asiáticos. Las puntuaciones que se utilizan para clasificar a los 20 países, están basadas en una serie de dimensiones que incluyen crecimiento, rendimiento, balanza por cuenta corriente o valoración de activos (Teso, Kondo y Dormido, 2018).

México y Turquía destacaron en el ranking, debido a sus tipos de cambio efectivos reales, ya que en enero 2018 eran más competitivos de lo que lo habían sido en los últimos 10 años. Según Takeshi Yokouchi, gestor de fondos, cuando la situación política mejora, es cuando hay que entrar en el país, apoyándose en fundamentos sólidos y el alto rendimiento (Teso, Kondo y Dormido, 2018). En cambio, en países como India o China, sus valoraciones son relativamente más caras que en el pasado. Esta situación hace que el crecimiento económico para estos dos últimos países no sea optimista, ni se espere el mismo ritmo que habían llevado en la última década, situándolos al final del ranking. Yokouchi hace hincapié en que los países asiáticos parecen ser más caros, debido a los fuertes indicadores económicos de la región. A pesar de no tener el alto potencial de crecimiento que puede llegar a tener Turquía o México, se estima que las

divisas y activos asiáticos se mantengan estables desde ahora (Teso, Kondo y Dormido, 2018).

4. La Deuda de los Países Emergentes

Tras haber profundizado y analizado los países emergentes y su situación actual a día de hoy, es crucial entender los mercados de deuda en este conglomerado de países que comparten una serie de características específicas. La deuda de los países emergentes incluye, bonos soberanos y préstamos emitidos por los distintos gobiernos, además de valores de renta fija, emitidas por tanto las entidades públicas como privadas de los países en cuestión. Todos estos activos pueden estar denominados en cualquier moneda.

Según Jane Sachar Brauer, director en Merrill Lynch, en el año 2005, los instrumentos de deuda negociables de los países emergentes, sumaban más de 3 trillones de dólares estadounidenses. A pesar de que esta cifra creció durante los años noventa, nunca lo llegó a hacer al mismo ritmo que la economía, debido a que durante esta época hubo varias mejoras fiscales que disminuyeron la necesidad de pedir prestado (Brauer, 2005).

A la hora de entender los mercados de deuda en los Países Emergentes, es importante diferenciar entre deuda doméstica y deuda externa. La deuda doméstica, es emitida acorde con las leyes domésticas, dejando al margen la denominación de la moneda, o si el emisor es extranjero o local. En cambio, la deuda externa, es emitida bajo la legislación de un país extranjero (Vasishtha, 2007).

4.1 Distribución Geográfica

Desde una perspectiva regional, desde el año 1999, la clasificación regional de los emisores de deuda se mantuvo relativamente estable. En el año 2005, Latinoamérica representaba un 48% del total de deuda pendiente de amortizar, Asia en torno a un 25%, los países europeos en vías de desarrollo representaban un 20% y Oriente Medio y África un 7% (Brauer, 2005). Si analizamos el caso particular de Latinoamérica, la alta necesidad de refinanciamiento por parte de los gobiernos, fue la causa de los elevados volúmenes de emisión de esta zona geográfica. Del mismo modo, las entidades corporativas estaban ganando acceso a los mercados de capital internacionales, fomentando nuevas emisiones de deuda. En el caso de Asia, los países emergentes de la región, pagaron acuerdos financieros urgentes y multilaterales, por lo que emitieron grandes cantidades de bonos domésticos en comparación con externos. Esto supuso que

la deuda doméstica alcanzara un 89% de la deuda total pendiente, que contrasta significativamente con la deuda doméstica de Latinoamérica que representa un 57%.

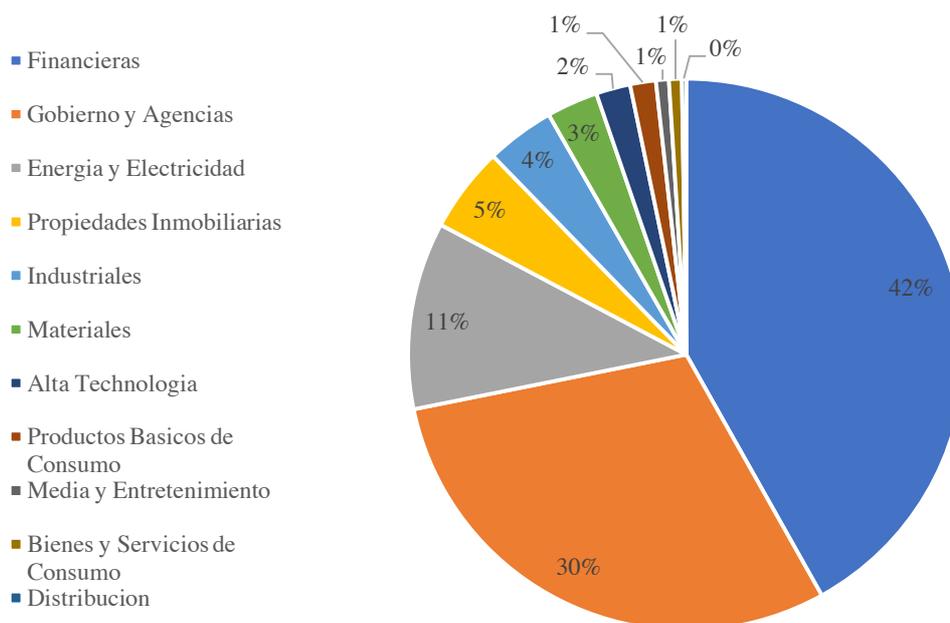
A día de hoy, los Países Emergentes, se han posicionado de forma poderosa desde una perspectiva de los mercados de deuda. El volumen de deuda corporativa de los Países Emergentes, ascendió a 316,6 billones de dólares estadounidenses durante el año completo 2017. Esto supuso un incremento del 20% en comparación con el año anterior. El 47% de la actividad procedió de emisores domiciliados en India, Brasil, México y Rusia (Jasso, 2018). El mercado de bonos internacionales en Asia, batió records en el año 2017, en términos de volumen de emisión. Al final del tercer trimestre, el volumen internacional de bonos asiáticos, excluyendo Japón, ya había superado los 243 billones de dólares estadounidenses, un nivel jamás alcanzado hasta estas fechas, y dejando al margen los 305 billones emitidos en el año completo 2016 (Jasso, 2018). Durante los últimos años, con un valor de más de 1.8 trillones de dólares estadounidenses, el mercado de los bonos corporativos de los Países Emergentes, es ya más grande que la suma del mercado de bonos de alto rendimiento estadounidenses y el mercado de préstamos bancarios estadounidenses, con 1.6 trillones y 1 trillón de dólares estadounidenses respectivamente (Cibelli, 2017). Asimismo, nos encontramos ante un entorno de mejora en las calificaciones crediticias; mas del 60% del mercado tiene calificaciones de grado de inversión (Cibelli, 2017).

El año 2017, también fue un año interesante para le región de Europa, Oriente Medio y África, que al igual que en Asia, batió el record de los últimos cinco años en cuanto a volumen de emisión, con un total de 200 billones de dólares estadounidenses, emitidos en el mercado internacional, representando aproximadamente un 30% de incremento versus el año anterior (Jasso, 2018). La región de Latinoamérica también tuvo un buen año, a pesar de los problemas relacionados con las elecciones presidenciales estadounidenses y las tensiones políticas, especialmente en el caso de México, gracias al apetito de riesgo que caracterizó a los inversores durante el año 2017. El volumen de deuda emitido en esta zona, alcanzo los 472 billones de dólares americanos aproximadamente. Es importante enfatizar la vuelta a los mercados de capital de Argentina y Brasil, que han representado más del 75% del volumen emitido en el año 2017 (Jasso, 2018).

4.2 Distribución por Emisor

Desde un punto de vista de la entidad emisora, con el paso del tiempo la tendencia ha sido de diversificación. Entre los emisores de deuda, predominan las entidades financieras y los gobiernos y agencias, como se puede apreciar en la Figura VII. Durante el comienzo del año, mientras los inversores estaban concentrados en los inicios de la presidencia en Estados Unidos y varias elecciones europeas y referéndums, Asia, se convirtió en una alternativa segura para muchos de los inversores (Jasso, 2018). Este incremento en el número de emisores ha beneficiado a todos aquellos inversores que buscan diversificación, al reducir la concentración de emisores en los Países Emergentes (Brauer, 2005).

Figura VII: Volumen internacional de bonos de Mercados Emergentes por industria (US\$bn)



Fuente: Traducción de Thomson Reuters: Debt Capital Markets Review: Managing Underwriters

Desde 1990, las reservas de deuda externa han incrementado de forma significativa, tanto en términos de volumen de deuda por país, como en términos de número de países emitiendo deuda. Alrededor del año 1996, las emisiones de deuda externa rondaban los

70 billones de dólares estadounidenses, mientras que, a principios de los noventa, la cifra estaba alrededor de los treinta billones. Aquellos inversores que no sean locales, estarán realmente interesados en deuda externa, puesto que esta tiene muchas menos restricciones a la hora de cotizar, a diferencia de los bonos locales, que suelen tener restricciones a la hora de entrar o salir del mercado (Brauer, 2005).

Además de aumentar la diversificación, también es importante hacer hincapié en la mejora de la calidad, desde una perspectiva crediticia. La deuda de los Países Emergentes ha mejorado de forma significativa, y ahora cuenta con diversos activos, desde grado de inversión a deuda impagada. Numeros Países Emergentes, que en los años ochenta contaban con calificaciones crediticias de grado especulativo, tras implementar reformas macroeconómicas, que les han permitido evitar crisis externas y reducir su sensibilidad ante cambios externos, han podido mejorar su calidad crediticia (Brauer, 2005). Prueba de ello, es el porcentaje de emisores con grado de inversor en los índices de referencia. Mientras que en el año 1997 el porcentaje rondaba el 8%, en el año 2005 ha aumentado su representación, y ahora está entre un 25% y 50% en función del índice. De la misma forma, la calificación crediticia media ha aumentado un grado de BB-/Ba3 a BB/Ba2 (Brauer, 2005).

4.3 Distribución por Inversor

Con el objetivo de entender los mercados de deuda en los Países Emergentes, también es importante analizarlo desde el punto de vista de los inversores. Gracias al crecimiento de este mercado en las últimas décadas, y al diferencial de rendimiento, el perfil de inversor en los mercados emergentes es cada vez más diverso. Mientras que, en el pasado, los títulos estaban concentrados en unos pocos inversores, con el paso del tiempo, los inversores se han visto distribuidos de forma global (Brauer, 2005). El alto rendimiento de los bonos en los Países Emergentes, es considerado el factor determinante a la hora de atraer inversores. Los primeros inversores institucionales fueron los gestores de fondos más agresivos como hedge funds, y bróker-dealers. No mucho tiempo después, inversores crossover, insatisfechos con el rendimiento de los bonos de grado especulativo en el mercado doméstico, se inclinaron también hacia los mercados emergentes incluyendo a estos en sus carteras (Brauer, 2005). Tras las mejoras de las calificaciones crediticias a grado de inversión de Polonia, México y

Corea, junto con el hecho de que los mercados emergentes registraran rendimientos de 41% en el año 1996, mas inversores decidieron acercarse a estos mercados (Brauer, 2005).

Después de la crisis financiera asiática en 1997 y la rusa en 1998, los flujos de capital hacia los países emergentes cambiaron de forma significativa. Los inversores redujeron su tolerancia al riesgo, y desplazaron sus inversiones a bonos más líquidos y seguros. El miedo al contagio solo empeoro la situación, ya que los Países Emergentes se encontraron con numerosas dificultades a la hora de recaudar fondos en el mercado internacional. Esto resultó en el colapso de muchos hedge funds que se vieron forzados a liquidar sus posiciones en el mercado, causando una caída de precios (Brauer, 2005).

Sin embargo, en los últimos años, el mercado ha madurado, y prueba de ello es el aumento de las calificaciones crediticias de los emisores. De la misma forma, ahora es un mercado con mayor liquidez, y donde la volatilidad se ha visto reducida en los últimos años. Todo ello ha resultado, junto con el hecho de que los tipos de interés en Estados Unidos hayan alcanzado mínimos históricos, en un aumento de la demanda hacia los mercados emergentes. Cabe destacar el papel de los inversores más conservadores como las empresas aseguradoras y los fondos de pensiones que se han acercado a los mercados emergentes en busca de mayores rendimientos y diversificación (Brauer, 2005).

4.4 Brady Bonds

Uno de los instrumentos claves en los mercados de deuda de los Países Emergentes fueron los Brady Bonds. En marzo de 1988, el gobierno de México emitió bonos Aztecas para bancos comerciales acreedores, a cambio de deuda del sector público mexicano. Los bancos comerciales acreedores perdonaron alrededor de un 30% de la deuda pendiente a cambio de un bono azteca con garantía y tasa variable. Este tipo de reestructuración voluntaria de bonos morosos o dudosos, que implican una reducción o alivio de deuda fue implementada por el secretario del Tesoro Nicholas Brady en marzo de 1989. El programa, también conocido como el “Brady Plan” animaba a Estados Unidos y organismos multilaterales de crédito a colaborar con bancos comerciales acreedores en la reestructuración, y reducción de la deuda de países en vías de

desarrollo, que estaban trabajando en ajustes estructurales y económicos con estas agencias (Lee y Venezia, 2000).

El Brady Plan surgió de la crisis de deuda de los países menos desarrollados durante los años 1982-1988. A principios de esta época, el escaso crecimiento de los países industriales, el aumento de los tipos de interés, y la bajada de los precios de las materias primas, provocó una recesión económica en los países en vías de desarrollo o emergentes. Debido a la falta de acceso a los mercados de capital internacionales, y a la falta de ahorros domésticos, estos países comenzaron a experimentar problemas en los mercados de deuda teniendo que recurrir a planes de alivio de deuda (Brauer, 2005).

En Julio de 1999, 17 países ya habían reestructurado deuda comercial gracias al Brady Plan: Albania, Argentina, Brasil, Bulgaria, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, Jordania, México, Nigeria, Panamá, Perú, Filipinas, Polonia, Uruguay, Venezuela y Vietnam (Lee y Venezia, 2000). Este movimiento resultó en un valor nominal acumulativo de 170 billones de dólares estadounidenses entre 1989 y 1997 (Brauer, 2005). La mayoría de los Brady Bonds fueron emitidos por países de la región Latinoamericana como Brasil, México, Argentina y Venezuela que representaban en torno a un 78% del volumen emitido (Brauer, 2005).

Desde un punto de vista más técnico, el objetivo de los Brady Bonds fue reducir la deuda de los países en vías de desarrollo de aquel entonces. Este tipo de bono es emitido por Países Emergentes, con el objetivo de reestructurar su deuda bancaria incumplida. Los gobiernos en deuda negocian con el comité asesor de los bancos para reestructurar préstamos morosos o dudosos. El objetivo final es que los bancos intercambien los préstamos dudosos por Brady Bonds, ofrecidos por el gobierno deudor, y de esta forma saldar sus deudas (Lee y Venezia, 2000).

El mercado de los Brady Bonds es un mercado único, dada las particularidades de este instrumento de deuda. En primer lugar, se trata de un instrumento que, por regla general, tiene rendimientos más altos que otros bonos que no sean Brady. En segundo lugar, las emisiones de Brady Bonds, a diferencia de otras emisiones de Eurobonos soberanas, solían ser grandes y con niveles de liquidez altos. Por último, al ser un instrumento financiero con objetivo de reestructuración de deuda soberana, ningún Brady Bond era un simple bono con un único pago a una tasa fija. Todo lo contrario, cada

bono contaba con numerosas combinaciones, incluyendo elementos como cupones step up, cupones con tasas variables, amortizaciones, periodos de gracia antes del pago del principal, capitalizaciones y garantías del principal y el interés (Brauer, 2005).

El tipo de Brady Bond que finalmente fuese a ser elegido, dependería en última instancia del acreedor. Durante las negociaciones, se presentaban todas las diferentes alternativas a los acreedores, y estos contaban con varios meses para decidir cual les convendría más, a pesar de que el día de la presentación, todas las opciones ofrecían valores netos actuales similares. De cara a tomar una decisión, algunos acreedores se veían obligados a tener en cuenta su situación contable interna, mientras que otros buscaban la opción con mayor valor presente. Además de estos factores a considerar, hay que tener en cuenta las expectativas del diferencial de los bonos soberanos y los movimientos de los bonos del tesoro de Estados Unidos a la hora de elegir un tipo de Brady Bond (Brauer, 2005).

Desde la emisión del primer bono, muchos países han implementado reformas económicas para mejorar el acceso a los mercados de bonos internacionales. Gracias a ello, muchos países han aprovechado la mejora de estas condiciones para refinanciarse, y reducir el alto coste que conllevaban los Brady Bonds. Mediante recompras de bonos, los gobiernos han conseguido financiación a cupones y precio más bajos (Brauer, 2005). Estas recompras fueron posibles, gracias a la mejora de los mercados de capital internacionales, y la confianza que los inversores fueron depositando en ellos. Del mismo modo, los inversores salían beneficiados de este intercambio al tratarse de un producto mucho menos complejo que los Brady Bonds y de un uso más amplio. A principios de 2004, ya solo quedaba un 25% de los 170 billones de dólares estadounidenses originales (Brauer, 2005).

4.5 Crisis Soberanas en los Países Emergentes

Con el objetivo de profundizar en los mercados de deuda de esta región y tras analizar los mercados de deuda en los Países Emergentes, su evolución y situación actual, junto con los instrumentos financieros conocidos como los Brady Bonds, es interesante analizar y entender distintas crisis soberanas en estas regiones. A pesar de que el riesgo de impago por una entidad soberana es poco frecuente, especialmente dentro de

aquellos emisores con grado de inversión, todos aquellos países que en el pasado han experimentado este tipo de crisis, comparten una serie de características.

Figura VIII: Crisis Soberanas de Deuda en los Mercados Emergentes

Fecha	País	Proporción del Índice en el momento de impago (%)
25 mayo, 1999	Rusia	3,25
22 octubre, 1999	Ecuador	1,58
25 febrero, 2009	Pakistán	0,00
21 marzo, 2000	Costa de Marfil	0,00
30 noviembre, 2001	Argentina	4,14
13 junio, 2002	Moldava	0,00
3 mayo, 2003	Uruguay	0,21
30 diciembre, 2004	Granada	0,00
20 abril, 2005	República Dominicana	0,64
7 diciembre, 2006	Belice	0,00
23 octubre, 2008	Seychelles	0,00
16 diciembre, 2008	Ecuador	0,14
31 enero, 2011	Costa de marfil	0,34
20 septiembre, 2012	Belice	0,06
15 marzo, 2013	Granada	0,00
30 julio, 2014	Argentina	2,15
23 septiembre, 2015	Ucrania	2,30

Fuente: Traducción de Lazard (2016). “An Examination of Emerging Markets Sovereign Defaults”.

http://www.lazardnet.com/wm/docs/sp0/27975/AnExaminationOfEmergingMarketsSovereignLazardResearch_en.pdf?pagename=Emerging+Markets+Debt

Desde el año 1999 hasta finales del 2015, han existido 17 quiebras soberanas en 12 Países Emergentes según un informe de Lazard (2016) como se muestra en la Figura VIII. Todas estas quiebras tienen una serie de factores en común, que pueden ser de gran utilidad a la hora de controlar posibles o futuras quiebras similares. De acuerdo con el informe de Lazard, el riesgo de impago o quiebra puede aumentar bajo una serie de condiciones. En primer lugar, si la relación deuda soberana-producto interior bruto es mayor del 50%, la relación deuda a corto plazo-reservas mayor de 130% o la relación deuda pública-ingresos es mayor que 215%, el riesgo de quiebra aumenta. El informe también hace mención a otras situaciones, como tasas de inflación por encima de

10,5%, contracciones de crecimiento de 5.5% o, en situaciones de alta incertidumbre política (Lazard, 2016).

Asimismo, los países con economías pequeñas, dependientes de un factor específico o vinculadas a alguna moneda, también corren un riesgo más alto de quiebra. Otro de los factores a tener en cuenta a la hora de entender las crisis soberanas en los Países Emergentes, es la influencia de ciertos países en la economía global. Cambios en países como China o Estados Unidos, pueden llegar a influenciar de forma drástica los flujos de capital, incrementado la prima de riesgo que los Países Emergentes deben tener en mente, a la hora de atraer inversiones. De la misma forma, aquellos países con instituciones y organizaciones débiles, que no son capaces de implementar reformas económicas o fiscales apropiadas, también son más propensas a situaciones de quiebra o impago. Por último, el informe hace mención al hecho de que, si un país ya ha sufrido una crisis de deuda por impago, las probabilidades de que haya una segunda crisis aumentan. Esto es debido a que después de la primera crisis de deuda, el país tiene unos costes de financiación más altos debido a su reputación negativa (Lazard, 2016).

Tras analizar los distintos resultados, el informe de Lazard (2016) concluye que dentro de los países que sufrieron crisis soberanas, existen dos grupos en función de las causas: (1) aquellos países que no pudieron pagar la deuda debido a fundamentos económicos débiles y condiciones financieras globales poco favorables y (2) aquellos países que no pudieron cumplir con los pagos por factores idiosincráticos.

4.5.1 Crisis debida a fundamentos económicos débiles y condiciones financieras globales poco favorables

La crisis de deuda de Rusia y Ecuador en el año 1999 según el banco francés (2016) fue por condiciones financieras poco favorables. Ambos países eran importantes productores de petróleo, y por lo tanto dependían enormemente de sus exportaciones. La bajada en los precios del petróleo deterioró los fundamentos económicos de ambos países, dejándolos en posiciones vulnerables a la hora de afrontar los pagos de deuda. En el caso de Rusia, la crisis financiera asiática, el déficit fiscal del país, y la falta de apoyo político, empeoró la situación resultando en una crisis soberana de deuda (Lazard, 2016). Ecuador en cambio, su sistema bancario muy débil, las políticas monetarias expansivas, su déficit fiscal alto, su falta de compromiso a la hora de

implementar reformas, y su situación política inestable, hizo que fuese para el gobierno imposible cumplir con los pagos de deuda (Lazard, 2016). En el año 2008, Ecuador volvió a incumplir con los pagos con la bajada de precio del petróleo. A pesar de que esta quiebra pudo haber sido evitada, el presidente Rafael Correa declaró la deuda ilegítima, demostrando su falta de voluntad para pagar la deuda.

El caso de Argentina en el año 2001, tiene como causas la bajada de precio de materias primas, una mala gestión fiscal, la devaluación del tipo de cambio en Brasil (principal socio de comercio), y las condiciones globales poco favorables. Todo ello, junto con el alto déficit fiscal de Argentina, y la sobrevaloración del peso argentino, afectó a la capacidad de pago de su deuda (Lazard, 2016). Uruguay no pudo cumplir con los pagos unos meses después de Argentina, en parte por la crisis económica en Argentina, pero también por una grave sequía que afectó al sector agrícola y la bajada de los precios de las materias primas (Lazard, 2016).

4.5.2 Crisis debida a factores idiosincráticos

En el segundo grupo encontramos crisis soberanas de deuda como la de la República Dominicana en 2005 o Costa de Marfil en 2011. A pesar de que ambos países no pudieron cumplir con los pagos por el deterioro de sus fundamentos económicos, el factor clave a la hora de analizar la quiebra es un factor idiosincrático (Lazard, 2016). El caso de la República Dominicana, comenzó con un escándalo bancario de corrupción, que afectó a muchos de los bancos del país. El gobierno trató de ayudar a estos bancos, lo que creó conflictos a la hora de analizar la sostenibilidad de la deuda del país. Esta presión, junto con los niveles bajos de reservas, resultó en el incumplimiento de sus pagos de deuda (Lazard, 2016). Costa de Marfil no pudo cumplir con sus pagos de deuda, al paralizarse todo después de una pequeña guerra civil, y unas elecciones presidenciales controvertidas (Lazard, 2016).

5. Atractivo de los Mercados de Deuda en los Países Emergentes

El interés por parte de los inversores en los mercados de deuda de los Países Emergentes, ha crecido de forma significativa en los últimos años. Tras un periodo reducido de liquidación después de las elecciones presidenciales estadounidenses en noviembre del año 2016, los bonos de los mercados emergentes, se han recuperado de forma convincente con rendimientos altos, y superando a otras clases de instrumentos financieros (Morgan Stanley, 2017). El hecho de que muchos inversores asociasen este tipo de activos con altos nivel de riesgo, ha hecho que muchos inversores optasen por alejarse de ellos. El resultado es que a día de hoy hay muchos bonos que ofrecen mayores rendimientos y riesgos más bajos aun teniendo calificaciones crediticias iguales (Rubio, 2017).

5.1 Ventajas de los Mercados de Deuda en los Países Emergentes

5.1.1 Altos Rendimientos

Uno de los motivos principales que hacen que este mercado de deuda sea tan atractivo desde el punto de vista del inversor, son los altos rendimientos que ofrecen estos instrumentos financieros. De acuerdo con Barclays, con fecha diciembre 2012, el rendimiento medio de los bonos de los Países Emergentes denominados en dólares estadounidenses era de 4,34%, y en moneda local 4,85%, mientras que los rendimientos de los mercados de dinero estaban en torno a 0%, y el de los bonos corporativos estadounidense 2,04% (18). Sergi Strigo, responsable del equipo de deuda en Países Emergentes para Amundi Asset Management, describe a estos instrumentos financieros en el contexto actual, como un oasis de rendimiento en un desierto de rendimiento (Tan, 2018).

5.1.2 Diferenciales más Amplios

Se puede argumentar que, por lo general, la deuda corporativa de los países emergentes está caracterizada por diferenciales más amplios en comparación con los de los bonos corporativos estadounidenses. Esta compensación adicional existe a pesar del menor nivel de endeudamiento y las menores tasas de morosidad de los bonos corporativos de las economías emergentes. Además, hay que tener en mente el hecho de que la calificación crediticia de la deuda de las empresas de un país no puede estar por encima

de la calificación de los bonos soberanos. Esto implica que muchas de las calificaciones de los bonos corporativos no reflejen de forma exacta el riesgo, ni la situación crediticia de la empresa. Esto podría llegar a explicar el diferencial más amplio que se debería al riesgo del soberano, y no al de la propia empresa (Morgan Stanley, 2017). Denis Girault, responsable de renta fija de los mercados emergentes en Union Bancaire Privée, asegura que los inversores “no deberían tener en cuenta asuntos geográficos y descartar los mercados emergentes desde un inicio, sino que deberían valorar muchos otros factores como los ratings. Un bono de un mercado emergente con una calificación de BBB no tiene más riesgo que uno con la misma calificación en EEUU o Europa” (Rubio, 2017).

5.1.3 Indicadores Económicos

Asimismo, otro de los factores claves a la hora de entender el atractivo de estos bonos son los fuertes indicadores económicos de las economías emergentes. Desde comienzos del siglo XXI, las economías emergentes han incrementado su contribución al producto interior bruto mundial (Philips et al., 2013). Después de las turbulencias económicas a las que se han visto sometido este grupo de países, muchos han aprendido de ellas. Por ejemplo, las crisis de México, Rusia o Asia, hicieron que muchos de sus líderes optaran por demostrar mayor disciplina fiscal o política, contribuyendo de esta forma a la creación de reservas de divisas, la estabilización de la inflación (Philips et al., 2013) y la creación de bancos centrales independientes (Renfrew y Damani, 2017). Los bancos centrales de los Países Emergentes, han experimentado en los últimos años crecimiento robusto y rendimientos económicos positivos, lo que ha conllevado a mejoras en las calificaciones crediticias e incrementos en los flujos de capital (Philips et al., 2013).

Del mismo modo, las economías emergentes han progresado de forma positiva a la hora de corregir sus desequilibrios macroeconómicos, en cuanto a sus balanzas por cuenta corriente. Después de periodos de bajos rendimientos, los Países Emergentes han sido capaces de reducir sus déficits por cuenta corriente, gracias a políticas fiscales restrictivas, como es el caso de Rusia o Indonesia, y políticas monetarias más estrictas (Morgan Stanley, 2017). A pesar de la posibilidad de ver un ligero deterioro en los balances por cuenta corriente de estos países, debido al reciente fortalecimiento de las divisas de los Países Emergentes y a su crecimiento, el equipo de deuda de países

emergentes de Morgan Stanley (2017) confía en que el deterioro será leve, y lejos de los niveles experimentados en el pasado.

Otro punto clave relacionado con los indicadores económicos, es la inflación. Durante los últimos años, los Países Emergentes han fortalecido sus medidas para controlar los niveles de inflación, resultando en importantes caídas de precios a niveles iguales, o por debajo, de los objetivos de inflación de los bancos centrales (Morgan Stanley, 2017). A pesar de que muchos argumentan que esta bajada en los niveles de precio es debido a un dólar estadounidense más debilitado, los bancos centrales de los Países Emergentes han trabajado en políticas monetarias restrictivas apoyando el descenso de los niveles de inflación (Morgan Stanley, 2017). Durante el año 2018, Morgan Stanley (2017), espera distintas tendencias a la hora de analizar los niveles de inflación: Mientras que en el Este y Centro de Europa se esperan economías con tasas de inflación crecientes, Latinoamérica, Argentina, Colombia y México se enfrentaran a una bajada de las tasas de inflación. En la región de Asia se esperan tanto subidas como bajadas de precio.

5.1.4 Tasas de Crecimiento Favorables

La recuperación de las tasas de crecimiento favorables, también es uno de los aspectos cruciales a considerar a la hora de analizar una potencial inversión en los mercados de deuda de los Países Emergentes. Según el informe de Morgan Stanley (2017), el Fondo Monetario Internacional prevé que el crecimiento global retome el ritmo en el 2018, con un crecimiento de 3,6% versus la estimación de 3,5% en el año 2017 gracias a la aceleración de crecimiento en varios Países Emergentes, como India (7,7%), y las principales economías Latinoamericanas, como Brasil o México. Estas tasas de crecimiento contrastan con las de los países desarrollados, que se prevé que reduzcan sus ritmos de crecimientos; mientras que en el 2017 se esperaba que los países desarrollados crecieran un 2,0%, para el año 2018 se estima un crecimiento de 1,9%. Esta reducción se debe a la desaceleración de Japón o la zona Euro (Morgan Stanley, 2017).

De acuerdo con el informe publicado por Nuveen (2017), el Fondo Monetario Internacional, estima un crecimiento del 4,6% para las economías emergentes en el 2018. El actual diferencial entre el crecimiento de ambos grupos llegara a 3,1% en los próximos cinco años (Renfrew y Damani, 2017). Este crecimiento es sostenible gracias

a que el 85% de la población global, y el 90% de la población por debajo de los 30 años, reside en países emergentes apoyando este ritmo de crecimiento (Renfrew y Damani, 2017). Asimismo, dado que las tasas de crecimiento son positivas, tanto para los países emergentes como desarrollados, existe una sincronización entre ambos grupos. Hay investigaciones que afirman que una correlación positiva entre ambos crecimientos implica un crecimiento más sostenible y duradero, reforzando el atractivo de deuda en los Países Emergentes (Morgan Stanley, 2017).

5.1.5 Mejora del Comercio Global

Estrechamente relacionado con los indicadores económicos, hay que hacer hincapié en el resurgimiento del comercio global en estas economías. Gracias a la mejora de la actividad económica, la subida de los precios de las materias primas y la reactivación de la inversión empresarial, el comercio global recupera actividad para los Países Emergentes (Morgan Stanley, 2017). Dada la dependencia de muchas economías emergentes en las exportaciones, la mejora y el crecimiento del comercio global, apoya de forma sustancial, el atractivo de los mercados emergentes.

5.1.6 Trayectoria Histórica de los Bonos

De forma similar, los Países Emergentes son una alternativa muy atractiva debido a la trayectoria histórica de los bonos de los Países Emergentes. Desde el año 1994 hasta el 2012, los bonos de los Países Emergentes, han superado al mercado de acciones, a pesar de contar con menos riesgo (Philips et al., 2013). Asimismo, los bonos corporativos de los Países Emergentes, ofrecen beneficios de diversificación al contar con correlaciones muy bajas, como 0,25 con los bonos del gobierno de Estados Unidos. Esta trayectoria histórica junto con los niveles de correlación bajos, hace que la relación entre riesgo y rendimiento de estos instrumentos financieros, resulte muy atractiva desde el punto de vista del inversor.

5.1.7 Mejora de los Gobiernos

Los Países Emergentes también se han visto beneficiados durante las últimas décadas gracias a las mejoras de los gobiernos, resolviendo muchos de los problemas y por tanto haciendo de ellos, mercados atractivos a la hora de invertir en deuda. Muchos de estos países han implementados medidas de liberalización de sus mercados de capital, a

través de la reducción de restricciones para la inversión extranjera, el desarrollo de los fondos de pensión, y la privatización de muchas empresas del Estado (Renfrew y Damani, 2017). De forma similar, la unificación del marco regulatorio gracias a la aprobación de Solvencia II en el año 2016, “cuyo objetivo es introducir un marco regulatorio armonizado y basado en el riesgo en la Unión Europea ... ha permitido que las compañías con una calificación de BBB, tanto alemanas como brasileñas, estén sujetas a los mismos criterios para calcular sus riesgos” (Rubio, 2017). De acuerdo con el experto Girault, “esta aproximación permite a los inversores tener una visión holística del riesgo, y facilita las inversiones en otros países ya que el regulador no impone ningún impedimento relacionado con el país de origen de la compañía en la que se está estudiando invertir” (Rubio, 2017).

5.1.8 Desarrollo de Sistemas Financieros y Economía

Otro de los motivos que fomenta la inversión en estos mercados es el desarrollo experimentado en sus sistemas financieros y en sus economías. Esta modernización ha aumentado la sostenibilidad de sus mercados financieros, estimulando la diversificación entre sus inversores institucionales, y ampliando la variedad de productos financieros disponibles (Renfrew y Damani, 2017). Esta evolución no solo ha atraído a inversores de Países Desarrollados, sino también a sus propias economías, reduciendo de esta forma su dependencia en los primeros. Prueba de esta diversificación desde el punto de vista del inversor es el desarrollo del “JP Morgan Emerging-markets Bond Index”, uno de los índices más conocidos de la región, que ha pasado de contar con 27 países en el año 1999 a 66 en el 2017 (Renfrew y Damani, 2017).

5.2 Riesgo de los Mercados de Deuda en los Países Emergentes

A pesar de los muchos factores que hacen que a día de hoy los mercados de deuda en los Países Emergentes sean un instrumento financiero atractivo, es importante entender que también existen ciertos riesgos.

5.2.1 Extensiones en las Duraciones

Uno de los riesgos a tener en cuenta, es el impacto que puede llegar a tener las recientes extensiones en las duraciones de los bonos. Con el paso del tiempo y según las economías de los países emergentes se han ido recuperando en términos de estabilidad

gubernamental y de divisas, los mercados de capital, están prestando dinero durante periodos más largos de tiempo. Esto implica un aumento en los vencimientos medios de los bonos, y por lo tanto una duración más alta, lo que conlleva un aumento de la sensibilidad a los cambios en los tipos de interés (Philips et al., 2013).

5.2.2 Rendimientos Altos Inciertos

Los inversores también deberán tener en mente el hecho de que una mejora en los indicadores económicos, no conlleva de forma segura rendimientos altos; la relación entre los rendimientos de una inversión y el rendimiento económico de un país no es tan aparente como parece. Según el informe publicado por Vanguard, sus investigaciones han demostrado, que solo existe una correlación marginal entre ambas variables. La correlación entre el crecimiento económico a largo plazo, medido con el producto interior bruto, y el rendimiento de renta fija a largo plazo en países emergentes, ha sido positivo, pero lejos de la relación fuerte que uno se espera (Philips et al., 2013). Sin embargo, no sería correcto afirmar que el crecimiento económico es irrelevante a la hora de analizar el rendimiento de un bono, ya que el informe también demuestra que hay factores económicos, como la relación deuda-producto interior bruto, balanza por cuenta corriente y riesgos políticos, que son determinantes a la hora de entender el rendimiento de un bono en un País Emergente (Philips et al., 2013).

5.2.3 Riesgo de Crédito y Tipo de Cambio

El atractivo de los mercados de deuda en los Países Emergentes, también es impactado por el riesgo de crédito y tipo de cambio. Los inversores deberán tener en mente el riesgo de crédito que surge a raíz de cambios en el marco político, regulatorio o desde un punto de vista macroeconómico (Philips et al., 2013). Las economías emergentes suelen contar con un riesgo de crédito más alto que otras economías, debido al menor grado de solvencia, los altos niveles de deuda pública y la falta de transparencia o información (Credit Suisse, s.f.). De forma similar, variaciones en los tipos de cambio también pueden suponer un riesgo de cara al inversor. Aquellos inversores que compren bonos denominados en dólares estadounidenses, deberán considerar las fluctuaciones en las divisas a lo largo del tiempo (Philips et al., 2013). Los inversores deberán hacer frente a este riesgo si “(i) los activos subyacentes del instrumento financiero se negocian

en una moneda distinta al instrumento, o si (ii) el instrumento financiero cotiza en una moneda distinta a la moneda del país inversionista” (Credit Suisse, s.f.).

5.2.4 Endurecimiento Políticas Monetarias Países Desarrollados

Según el informe de Morgan Stanley (2017), otro de los riesgos que hacen que los mercados de deuda en los Países Emergentes se vean minados, es que los países desarrollados endurezcan sus políticas monetarias antes de lo esperado (Morgan Stanley, 2017). Si la Fed continúa subiendo los tipos de interés en Estados Unidos, los activos de mayor riesgo, como es la deuda de los Países Emergentes, se verán afectados. Este impacto será mayor, si la subida es debido a la inflación y no hay una tasa de crecimiento suficiente para mitigar el cambio. Los diferenciales de los bonos en cuestión, que cuenten con financiación externa, sufrirían estas subidas de tipos. De forma simultánea, el dólar podría fortalecerse, afectando una vez mas de forma negativa a los bonos de Países Emergentes (Morgan Stanley, 2017).

5.2.5 Administración del Gobierno de Estados Unidos

Los bonos de los Países Emergentes, que tengan importantes conexiones comerciales con Estados Unidos, también podrían verse afectados por los cambios que pueda a llevar a cabo la administración del gobierno de Estados Unidos, en cuanto al proteccionismo comercial (Morgan Stanley, 2017). Las especulaciones sobre la posible adopción de políticas de comercio más restrictivas, conllevaron una breve venta de divisas de Países Emergentes justo después de las elecciones presidenciales de Estados Unidos en noviembre 2016 (Renfrew y Damani, 2017). El ejemplo más claro de esto, son las actuales negociaciones del tratado de NAFTA. A pesar de que los inversores están optimistas en cuanto al resultado de estas negociaciones, el poco progreso que han hecho y la existente incertidumbre alrededor del acuerdo es un riesgo de cara a los inversores (Morgan Stanley, 2017).

5.2.6 Realidad Geopolítica

La realidad geopolítica actual es otro factor que un inversor de deuda en Países Emergentes no puede ignorar. En el caso de que las tensiones entre Estados Unidos y Corea del Norte aumentasen, los niveles mínimos históricos de volatilidad aumentarían, y los inversores buscarían activos con menor riesgo, huyendo posiblemente de los

bonos de los mercados emergentes. De forma similar, conflictos entre las naciones productoras de petróleo podría afectar de forma desigual a las economías emergentes. Mientras que los países centrados en la exportación podrían beneficiarse, los países importadores se verían afectados de forma negativa. Asimismo, una subida en los precios del petróleo aceleraría la inflación, animando a los bancos centrales a subir los tipos de interés, depreciando las divisas de los países emergentes (Morgan Stanley, 2017).

5.2.7 China

La situación actual en China, el País Emergente y emisor de deuda más grande del mundo, y su progreso en los próximos meses, podría ser determinante desde el punto de vista del inversor en los mercados de deuda de los Países Emergentes. Después del Congreso del Partido Comunista en China, hay que hacer hincapié en la incertidumbre en torno al futuro del país. Las decisiones que tome el gobierno en relación a la estructura económica que esta inclinada hacia las inversiones y los excesivos gastos del mercado de propiedades inmobiliarias, serán cruciales para muchas de las economías emergentes (Morgan Stanley, 2017). También es importante hacer mención al alto nivel de endeudamiento del país. Los niveles de deuda del país están creciendo el doble de rápido que la economía; han pasado de 150% del Producto Interior Bruto en 2008 a más del 250% a día de hoy. No obstante, la mayoría de esta deuda es de empresas del gobierno o empresas patrocinadas por el gobierno, y China tiene una tasa de impago por debajo del 0,1% que contrasta con el 2% de Estados Unidos (Renfrew y Damani, 2017). En resumen, si el gobierno chino decide optar por acciones excesivamente agresivas, podrían afectar al crecimiento de las economías emergentes, impactando de forma negativa los precios de las materias primas y perjudicando a los Países Emergentes exportadores de materias primas (Morgan Stanley, 2017).

6. Conclusiones

En esta última parte del trabajo se pretende recoger las conclusiones finales del trabajo de investigación.

Tras realizar un análisis profundo de los mercados de deuda de capital, y los riesgos que conlleva la inversión en este tipo de activos, podemos concluir que estos mercados se encuentran en un momento de auge. Los mercados de deuda globales volvieron a alcanzar, durante el año 2017, los siete trillones de dólares estadounidenses por segundo año consecutivo, gracias al actual entorno económico caracterizado por tipos de interés bajos y el apoyo de los bancos centrales (Jasso, 2018).

Por otro lado, los Países Emergentes también se han desarrollado durante los últimos años, dejando al margen las frecuentes asociaciones a riesgo que les caracterizaba. Gracias al crecimiento de las economías emergentes, y a la ralentización del crecimiento de sus poblaciones, los Países Emergentes cuentan con una convergencia real mayor. Esto implica la reducción de la diferencia de la renta per capital de los países desarrollado y emergentes. Del mismo modo, la globalización ha permitido una mayor integración de los Países Emergentes a nivel global, animando a los inversores a considerar los Países Emergentes como activo a la hora de invertir. En resumen, las economías emergentes han cambiado su percepción de riesgo durante los últimos años, fomentando su atractivo al poder satisfacer las necesidades de un mayor número de inversores con distintos niveles de aversión al riesgo.

Por otro lado, los mercados de deuda en los Países Emergentes también se han visto favorecidos durante los últimos años, enfatizando una vez más, el atractivo de los mercados de deuda en este conglomerado de países. El volumen de deuda corporativa en los Países Emergentes ascendió a 316,6 billones de dólares estadounidenses en el año completo 2017, lo que supuso un aumento del 20% en comparación con el año anterior. De forma similar, el mercado de bonos internacionales en el mercado asiático también batió records (Jasso, 2018). A todas estas mejoras en el volumen y la actividad de estos mercados, hay que añadir las mejoras en las calificaciones crediticias, reduciendo una vez más el riesgo que rodea a estos activos.

Por tanto, y tras una profunda revisión de la literatura existente, informes de actualidad y periódicos, se puede concluir que a día de hoy, los mercados de deuda son atractivos debido a: los altos niveles de rendimiento y los diferenciales más amplios que ofrecen, la mejora de los indicadores económicos de los respectivos países, las tasas de crecimiento favorables, la mejora del comercio global, la positiva trayectoria histórica de los bonos, la mejora de los gobiernos y sus intervenciones y finalmente, el desarrollo de los sistemas financieros y económicos en los Países Emergentes.

No obstante, estos activos cuentan con una serie de potenciales riesgos que el inversor deberá tener en mente a la hora de considerar dicha inversión. Por un lado, la actual tendencia a extender las duraciones de los bonos, además del riesgo de crédito y tipo de cambio. Asimismo, el endurecimiento de las políticas monetarias de los países más desarrollados y las realidades geopolíticas, podrían suponer un riesgo. Finalmente, la administración del gobierno de Estados Unidos y la situación en China podría afectar las inversiones en los mercados de deuda de los Países Emergentes.

Para concluir este trabajo de investigación, y tras el análisis realizado, y la actual tendencia de los flujos de dinero hacia las economías emergentes, se puede afirmar que, a día de hoy, las ventajas mencionadas previamente superan y compensan los posibles riesgos haciendo del mercado de deuda en los Países Emergentes un activo financiero atractivo.

7. Bibliografía

Aziz, S. y Emin, C. (2017). “Emerging Markets: A review of conceptual frameworks.”

https://www.researchgate.net/publication/228466241_EMERGING_MARKETS_A_REVIEW_OF_CONCEPTUAL_FRAMEWORKS

BBVA (2017). “Bonos verdes: qué son y cómo funcionan” Consultado el 10 de mayo de 2018. <https://www.bbva.com/es/bonos-verdes-funcionan/>

Brauer, J. S. (2005). “The Handbook of Fixed Income Securities” (7th ed.). McGraw-Hill.

Cibelli, M. (2017). “Bonds: Emerging Markets Are Back”. Lord Abbett.

Credit Suisse (s.f.). “Mercados Emergentes. Documentación sobre aspectos del riesgo.”

<https://www.credit-suisse.com/media/assets/private-banking/docs/mx/emerging-markets-mx.pdf>

Comisión Nacional de Valores (2007). “Títulos de Deuda: Obligaciones Negociables”.

Dattatreya, R. F., y Fabozzi, F. J. (2005). “The Handbook of Fixed Income Securities” (7th ed.). McGraw-Hill.

Expansión (2014). “¿Qué son los bonos ligados a la inflación?” Expansión. Consultado el 10 de mayo de 2018.

<http://www.expansion.com/2014/05/12/mercados/1399882159.html>

Fabozzi, F. J., y Mann, S. V. (2005). “The Handbook of Fixed Income Securities” (7th ed.). McGraw-Hill.

Facultad de Economía UNAM (s.f.). “Análisis de Riesgo y Portafolios de Inversión. Mercados E Instrumentos Financieros”.

Lazard (2016). “An Examination of Emerging Markets Sovereign Defaults”.
http://www.lazardnet.com/wm/docs/sp0/27975/AnExaminationOfEmergingMarketsSovereign_LazardResearch_en.pdf?pagename=Emerging+Markets+Debt

Lee, S.Y. y Venezia, M.E. (2000). “Emerging Markets Fixed Income: A Primer on Brady Bonds”. Salomon Smith Barney.

Societe Generale (2017). “Debt Capital Markets 2017 Review and 2018 Forecast.”
[https://cib.societegenerale.com/uploads/tx_bisgnews/SG_CIB -
DCM 2017 Review and 2018 Forecast.pdf](https://cib.societegenerale.com/uploads/tx_bisgnews/SG_CIB_-_DCM_2017_Review_and_2018_Forecast.pdf)

Miller, R.R. (1998). “Selling to Newly Emerging Markets”. Praeger.

Morgan Stanley (2017). “2018 Emerging Markets Debt Outlook: A Case for Medium-Term Optimism”.

Orgaz, L., Molina, L. y Carrasco, C. (2011). “El creciente peso de las Economías Emergentes en la Economía y Gobernanza Mundiales. Los Países BRIC”. Banco de España

Philips, C.B., Yoon, J., DiJoseph, M.A., Tolani, R.G., Donaldson, S.J., Schlanger, T. (2013). “Emerging Market Bonds – Beyond the headlines”. Vanguard.

Renfrew, K., Damani, A., y Nick, B. (2017). “Emerging-Markets Debt: A New World in Fixed Income”. Nuveen.

Rubio, A. (2017). “Cuatro razones para invertir en renta fija emergente”. El Economista

- Schwartz, M. J. (1995). “Los Mercados Emergentes y el Desafío del Capital Externo”. Banco Nacional de Comercio Exterior.
- Steward, C. B. (2005). “The Handbook of Fixed Income Securities” (7th ed.). McGraw-Hill.
- Teso, Y., Kondo, M. y Dormido, H. (2018), “These are 2018’s Most (And Least) Attractive Emerging Markets”. Bloomberg. Consultado el 10 de mayo de 2018.
- Tan, L. (2018). “Emerging market bonds an oasis in a yield desert; Sergei Strigo, head of emerging market debt at Amundi Asset Management, discusses his outlook on emerging markets, fixed bonds and investing opportunities in the latest of our series featuring fund managers and leading market experts”. The Straits Times.
- Vasishtha, G. (2007). “Domestic versus External Borrowing and Fiscal Policy in Emerging Markets”. Bank of Canada.