



Universidad Pontificia de Comillas – ICADE

La Evolución del Mercado de Emisión de Deuda Latinoamericano

Clave: 201604186

Resumen:

Este trabajo de investigación aborda los atractivos y los riesgos de inversión en los mercados de deuda latinoamericanos tras analizar su historia y evolución con el cambio de siglo. Tras la elaboración de un marco conceptual que cubre los principios básicos del mercado de la deuda, las características, riesgos y atractivos de cada instrumento, la historia de la deuda de la región y la actualidad de ésta, el trabajo pretende ayudar en la toma de decisiones de inversores en Latinoamérica.

Palabras clave: Mercados de deuda, bonos, tasa de interés, tipo de cambio, credit rating, high yield, investment grade, spread.

Abstract:

This investigative piece of writing tackles both the advantages and disadvantages of any investment in the debt capital markets of Latin America. To do this, a conceptual framework has been created in order to touch upon the characteristics, risks and appeals of each debt instrument, the history of the debt capital markets of Latin America and the current standing of the debt environment in the region. This piece intends to help investors make a decision on whether to spend their money on the debt instruments of the region.

Keywords: Debt Capital Markets, bonds, interest rate, tipo de cambio, credit rating, high yield, investment grade, spread.

Índice:

1. Introducción.....	5
2. Mercados de Deuda.....	7
2.1. Instrumentos de deuda.....	9
2.2.1. Bonos.....	10
2.2.2. Letras del Tesoro.....	13
2.2.3. Pagarés.....	14
3. Atractivos de los mercados de deuda y renta fija.....	16
3.1. Acceso a un flujo predeterminado de pagos.....	16
3.2. Inversiones de bajo riesgo.....	17
3.3. Cobertura frente a distintas variables.....	17
3.4. Gran liquidez de mercado.....	17
3.5. Diversificación de fuentes de financiación.....	18
4. Riesgos de los mercados de deuda y renta fija.....	20
4.1. Riesgo de mercado o riesgo de tasa de interés.....	20
4.2. Riesgo de reinversión.....	21
4.3. Riesgo de bonos rescatables.....	21
4.4. Riesgo crediticio.....	22
4.5. Riesgo de la curva de rendimiento.....	23
4.6. Riesgo de inflación.....	23
4.7. Riesgo de liquidez.....	24
4.8. Riesgo de tipo de cambio.....	24
4.9. Riesgo político.....	25
4.10. Riesgo de catástrofe o evento extraordinario.....	25
5. La historia del mercado de deuda en Latinoamérica.....	27
5.1. La crisis de la década perdida.....	27
5.2. Las reformas de los ochenta y noventa.....	29
5.2.1. Los Bonos Azteca (1987).....	30
5.2.2. Los Bonos Brady (1989).....	30
5.2.3. Recompra de los bonos y salida del Plan Brady.....	33

6. La deuda negociable de los mercados emergentes latinoamericanos: evolución, actualidad y futuro.....	36
6.1. La evolución de la deuda emergente (1990-2012).....	36
6.2. Actualidad de los mercados de deuda latinoamericana.....	40
6.3. Las crisis económicas actuales de Argentina y Ecuador.....	46
6.4. Comparación entre la deuda pública europea y la latinoamericana.....	47
7. El impacto del COVID-19 en la deuda latinoamericana.....	48
7.1. Proyecciones de las economías latinoamericanas.....	50
8. Conclusiones para los inversores.....	52

1. Introducción:

El presente trabajo de investigación pretende abordar los conceptos básicos del mercado de la deuda y analizar la evolución de los mercados latinoamericanos. En concreto, se busca entender los factores de decisión en torno a una inversión de deuda y poder crear una conclusión en torno a la viabilidad de una inversión en Latinoamérica. Para ello abordaremos los siguientes objetivos:

- Llegar a un entendimiento de qué son los mercados de la deuda.
- Abordar los diferentes instrumentos de los mercados y sus características.
- Identificar los atractivos y los riesgos de la inversión en el mercado de deuda.
- Sumergirnos en la historia del mercado latinoamericano y las diversas crisis por las que ha pasado.
- Discutir la actualidad de los mercados de la región y su evolución durante los años.
- Comprender los efectos del COVID-19 en las economías latinoamericanas y consecuentemente el efecto sobre los mercados soberanos y corporativos de deuda de las naciones.

Todos los objetivos serán plasmados en un marco conceptual óptimo para el entendimiento del lector. De esta manera, primero se abordará un marco teórico relevante para posteriormente poder entender y analizar el objetivo general del trabajo.

El mercado es de especial interés para mí debido a mi participación en el equipo de Global Loan Syndications (Sindicación de Deuda) en Scotiabank, Nueva York. Durante el off-cycle, mi trabajo se centró en el territorio latinoamericano, trabajando de manera cercana con el equipo de Debt Capital Markets para crear estructuras de financiamiento idóneas para cada cliente. De esta manera, fui testigo del funcionamiento del mercado, de los intereses del cliente y de las preocupaciones de los inversores. Durante las prácticas se hablaba de un resurgimiento de la deuda latinoamericana desde

unos años de crisis en el mercado. El poco entendimiento de la situación me acostumbraba a ser curioso y preguntar a aquellos que lo habían vivido de primera mano. Este trabajo se presenta como la manera idónea de expandir mi entendimiento de la historia del mercado de deuda latinoamericano y utilizar los conocimientos adquiridos en Scotiabank para analizar su actualidad.

El enfoque del trabajo es deductivo. Se intentará abordar la hipótesis del atractivo actual de los mercados latinos desde un punto de vista del inversor. Para el correcto entendimiento se han elaborado un conjunto de objetivos mencionados en la primera parte de la introducción.

Para lograr dichos objetivos el trabajo dispondrá de tres partes principales. La primera abordará los conceptos básicos de los mercados de deuda, sus títulos y sus características. El segundo bloque comprenderá la historia del mercado latinoamericano, comprendiendo las causas y las consecuencias de las diferentes crisis y la evolución del mercado hasta el momento. Por último, el bloque final se centrará en analizar la actualidad del mercado y responder el objetivo general del trabajo, ¿Se debe invertir en el mercado de deuda de Latinoamérica?

2. Mercados de deuda:

Los mercados financieros “son el lugar donde se intercambian activos con el objetivo principal de movilizar el dinero a través del tiempo” (UNAM, s.f.). En términos más simples, estos mercados son el punto de encuentro entre aquellos que tienen dinero y aquellos que lo necesitan. Los que precisan de dinero a corto plazo están dispuestos a pagar un coste adicional, la tasa de interés. La tasa de interés le pone un precio a dicho intercambio y actúa como pieza clave en el acuerdo entre los ahorradores y los deudores.

Entre dichos mercados podemos resaltar cuatro principales: los mercados de deuda, los mercados de acción, el mercado de derivados y el mercado cambiario. En este estudio académico nos concentraremos en los mercados de deuda, en sus características y en sus inversores.

El mercado de deuda es muchas veces denominado como el mercado de renta fija. Este mercado englobaría todas las deudas que ofrecen tanto las empresas privadas como los entes públicos, comprada por los inversores que obtienen la devolución de su dinero en un plazo junto con una rentabilidad especificada anteriormente (Ruiz, 2019). Por esta misma razón se denomina renta fija. Dependiendo de algunas de sus características, encontramos diferentes tipos de renta fija:

- Naturaleza del emisor:

El emisor puede ser tanto una entidad privada como una pública. Es decir, estos mercados albergan deuda de empresas con ánimo de lucro y gobiernos nacionales, estatales y para estatales.

- Naturaleza del plazo de devolución:

Pueden ser instrumentos de deuda de corto o largo plazo. A corto plazo incluye aquellos instrumentos que vencen a menos de 18 meses. “Estos títulos poseen una liquidez alta aunque ofrecen menos rentabilidad frente a otros instrumentos” (Ruiz, 2019). Por otro lado, aquellos instrumentos que vencen a más de dos años son considerados títulos a largo plazo. Este grupo provee menos liquidez al igual que más rentabilidad.

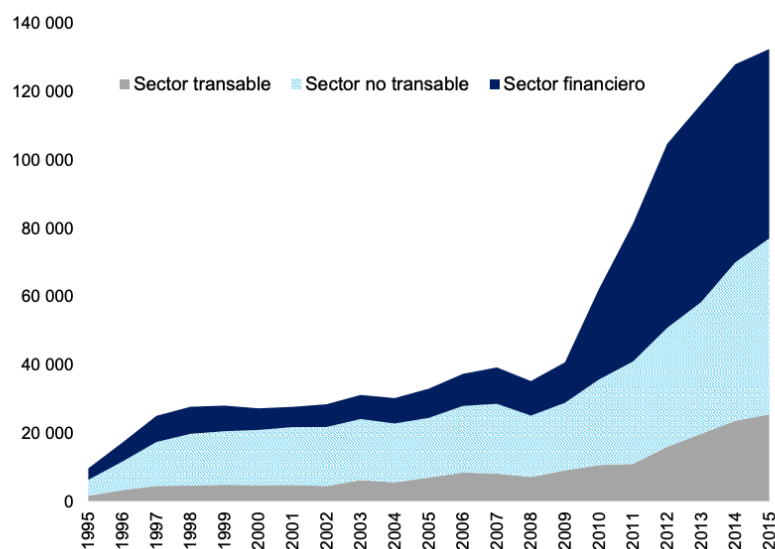
- Naturaleza de su rentabilidad:

Normalmente, un título de renta fija ofrece al inversor un pago cada cierto tiempo, un pago periódico. A este pago se le llama cupón y según explica José Ruiz (2019), lo habitual es que dicho cupón sea semestral o anual. Por otro lado, hablamos de los títulos con cupón cero. En este caso, el emisor únicamente realiza un pago del principal de la inversión junto con el rendimiento de la misma, sin necesidad de hacer diferentes desembolsos periódicos. Por último existen los instrumentos perpetuos o sin vencimiento. Estos títulos pagan indefinidamente un cupón en cada periodo estipulado.

Sin embargo, también existen otros dos tipos de tasa aplicable a los cupones de los instrumentos de deuda, la tasa escalonada fija y la tasa flotante. Cuando se hace referencia a la tasa escalonada fija, se habla de una tasa de interés que aumenta con el paso del tiempo. Asimismo, “los títulos con tasa flotante son aquellos en los que el cupón de interés es pactado en función de uno o más tipos de tasas de interés de referencia, por ejemplo LIBOR” (Trading for everyone, s.f.). De esta manera, a medida que aumenta la tasa LIBOR, aumenta el tipo de interés al que se deberá repagar el instrumento en cuestión.

Aún teniendo la comodidad de entrar en el mercado de deuda, las diferentes entidades también tienen acceso a financiación a través de un crédito a un banco (UNAM, s.f.). Pueden conseguir diferentes tipos de préstamos, ya sea recibiendo los fondos directamente de un solo banco o acumulando fondos de diversos bancos dentro de una misma operación en un préstamo sindicado. Sin embargo, muchos jugadores del mercado de deuda siguen prefiriendo el mercado de renta fija en vez de esta última alternativa debido a que en los países latinoamericanos, específicamente, los créditos bancarios suelen ser insuficientes en tamaño o demasiado caros. Por ejemplo, en la Figura 1 podemos observar que la emisión de bonos del sector privado en LATAM se disparó desde 2008, debido a la crisis financiera y al incremento en costes relacionados con los créditos bancarios (Castillo, Luna & Vega, 2015). El gráfico se divide entre el sector transable (sector comercializable al extranjero), el no transable (sector de consumo doméstico) y el sector financiero.

Figura 1: Saldo de bonos del sector privado LATAM en el mercado externo (millones USD)



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú

En cuanto a porqué las organizaciones emiten instrumentos de deuda, podríamos destacar algunos de los motivos más comunes. Una entidad suele utilizar los fondos adquiridos para la reestructuración de su cashflow, working capital o pasivos, para la expansión de su negocio, para invertir en nuevos procesos o para la mejora de uno ya existente (British Business Bank, 2020). Por otro lado, un gobierno también podría emitir deuda para intentar contrarrestar un déficit en la economía e inyectar dinero en ella.

2.1. Instrumentos de deuda:

Dentro del mercado de deuda existen diferentes instrumentos, a través de los cuales una organización puede recibir financiamiento y un inversor una rentabilidad. Por tanto, en este análisis académico listaremos los instrumentos más comunes y utilizados en el mercado latinoamericano de deuda.

2.1.1. Bonos:

Los bonos se presentan como el instrumento de deuda más común dado que normalmente se estructuran las operaciones de mayor tamaño dentro del mercado de deuda. Como hemos discutido anteriormente, las entidades que pueden emitirlos son tanto privadas como soberanas. Para su emisión, se acostumbra a incluir la participación de un banco o entidad financiera en la operación.

Bancos internacionales como *Scotiabank*, *BBVA*, *Santander*, *JP Morgan*, y algunos locales como *Itaú* o *Do Brasil*, se dedican a asesorar y a estructurar los balances de sus clientes y por tanto las emisiones de bonos en el mercado. Los bancos se posicionan como un intermediario en la operación y dependiendo de que papel tomen, la operación se estructura de una manera u otra.

Un banco, por tanto, puede tomar la posición de *full underwriter*. Un *underwriter* adelanta el dinero que el cliente quiere levantar para posteriormente introducir los bonos al mercado. Según explica Antoine W. Van Agtmael (2005), “su función clave es asumir el riesgo del mercado o, en otras palabras, de garantizarle a la emisora que recibirá el monto convenido”. Si no se llega a colocar el 100% de la deuda de la entidad, el *underwriter* se hace cargo de este coste. En cierta manera, el *underwriter* está haciendo una apuesta.

Sin embargo, normalmente el banco ha tomado la iniciativa y se ha reunido con los potenciales inversores a través de algo que se conoce como un *roadshow*. Un *roadshow* no es nada más que una reunión entre el banco emisor y los principales inversores de un territorio, donde se presenta la operación y se ve si existirá demanda o no para el bono que se va a emitir. “Además, es clave para saber cómo está el mercado y qué apetito hay por el riesgo de la compañía, y en caso de no ser positivo, posponer la operación” (Martínez Fariña, 2019). Es decir, en cierto modo, si el banco decide continuar con la operación, es porque ha visto apetito entre los inversores y son conscientes de que la mayoría de la emisión será asignada.

Cuando la emisión es asignada en su totalidad, la responsabilidad de remunerar al inversor es de la entidad emisora, no del banco. La entidad financiera, por su parte, ha recibido las correspondientes tasas de estructuración, *underwriting* y otros roles que hayan tomado en la operación. Estas tasas son más significativas cuanto más riesgo hay

asociado a la operación. Por tanto, un bono que goza de un activo como garantía resultaría en una menor tasa para la entidad bancaria.

Al igual que el resto de los instrumentos de deuda, un bono incluirá detalles de su tipo de interés, o cupón. “Este cupón se calcula en base a la condición crediticia del emisor y la duración del préstamo” (IG, s.f.).

Para obtener dicha condición crediticia y para la evaluación de dicha tasa es muy importante el *credit rating* de la entidad y del país donde opera. Estos ratings crediticios son elaborados por “agencias de rating” privadas, como *S&P*, *Fitch* o *Moody's*, que miden la solvencia de un gobierno o empresa y la probabilidad de que se produzca un impago del financiamiento recibido por parte de los inversores (Martínez Fariña, 2019).

Aunque existen diferentes calificaciones, se pueden destacar dos zonas principales donde puede caer la condición crediticia de una empresa o instrumento: *High Yield* (Grado Especulativo) o *Investment Grade* (Grado de Inversión). *High Yield* recoge aquellas empresas e instrumentos que generan un rendimiento mas elevado porque gozan de una menor capacidad de liquidez y un mayor riesgo de impago. Hablaremos de *High Yield* o Grado especulativo si se asigna una calificación menor a BB o Ba (Figura 2). Por otro lado, aquellos que son *Investment Grade* o de Grado de Inversión, se consideran más seguros debido a la fiabilidad de la empresa y de su capacidad de remuneración. Sin embargo, la persona que desembolsa el dinero recibe un rendimiento menor ya que supone una inversión menos arriesgada para. Las calificaciones correspondientes con este “status” oscilan entre “BBB” o “Baa” y “AAA” o “Aaa” (Figura 2).

Los bonos *High Yield*, suelen ser utilizados a menudo como barómetro para ver el apetito que existe en el mercado, al igual que la aversión al riesgo que existe. Pilar Martínez Fariña (2019) explica que “en entornos positivos con previsiones financieras de futuro optimistas el producto *High Yield* se desarrolla de manera óptima ya que los inversores están dispuestos a asumir mayores riesgos a cambio de una alta rentabilidad”.

Figura 2: Tabla de posibles calificaciones crediticias de las principales agencias de rating

	Fitch	Moody's	S&P	DBRS
Grado de inversión	AAA	Aaa	AAA	AAA
	AA	Aa	AA	AA
	A	A	A	A
	BBB	Baa	BBB	BBB
Grado especulativo	BB	Ba	BB	BB
	B	B	B	B
	CCC	Caa	CCC	CCC
	CC	Ca	CC	CC
	C	C	C	C

Fuente: Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, BBVA

A diferencia de otros instrumentos a corto plazo, en el mercado de bonos se analiza cada uno de los instrumentos emitidos y se les asigna una calificación correspondiente. Bonos distintos de la misma empresa no necesariamente deben obtener la misma calificación. Todo depende del riesgo asociado con cada uno de los instrumentos emitidos, de la calidad de la deuda y de la prioridad de reembolso. Por ello, nos encontramos con diferentes tipos de bonos.

El primer tipo serían los bonos senior. Este tipo de bonos se benefician de una preferencia en el reembolso sobre la deuda subordinada. Se presentan como una alternativa menos arriesgada, ya que asegura el dinero del inversor de vuelta en caso de insolvencia de la organización. Por ello, podemos esperar que este tipo de bonos obtenga un rating crediticio más favorable que el resto de bonos emitidos por la misma entidad. Los bonos senior puede estar asegurados o no, es decir, pueden tener una garantía ligados a su emisión, lo cual los hacen menos arriesgados y más atractivos para el inversor (Bank Julius Baer, s.f.).

En el siguiente escalón en el orden de repago encontraríamos los bonos o deuda subordinada. Se alimentan del flujo de caja restante tras la cancelación de la deuda senior y generalmente se cumple su pago. Sin embargo, en caso de peligrar su repago,

este tipo de bono y deuda es susceptible a una pérdida sustancial de su valor (Bank Julius Baer, s.f.).

Con el paso de los años hemos podido ver también bonos con fines diferentes. Es por ello por lo que surgen diferentes modas en el mercado y aparecen bonos que pretenden satisfacer responsabilidades sociales y ecológicas como los bonos verdes, los bonos climáticos y los bonos sociales. Estos bonos se utilizan para la financiación de proyectos sostenibles y han resultado ser muy cotizados, sobretodo en el nuevo entorno de inversores interesados opciones sostenibles. De esta manera, según apunta KPMG (s.f.), “no es de extrañar que el mercado de bonos verdes certificados creciera casi un 80% entre 2016 y 2017, con un valor récord de US \$ 155 mil millones emitidos solo en 2017”.

2.1.2 Letras del Tesoro:

Las letras del tesoro son instrumentos de deuda emitidos por los gobiernos de cada país. Este tipo de producto se emite al descuento y suele tener una duración a corto plazo, en 3 y 18 meses. El inversor encuentra una rentabilidad entre el precio descontado por el que compra el título y el valor nominal (precio a la par) que recibe al madurar el mismo (MEF, s.f.). A diferencia de los bonos, las letras del tesoro no pagan un interés periódico. El incentivo de inversión para el comprador reside únicamente en la diferencia entre el valor descontado y el valor real del activo.

Siguiendo el criterio de IG (2020), “por su vigencia en el corto plazo, se consideran generalmente como una inversión financiera con mayor liquidez y de menor riesgo por contar con la garantía del gobierno emisor”. Existe una amplia garantía en estas inversiones ya que la entidad obligada a repagar la deuda es el gobierno de un país. El riesgo implícito siempre será menor que el riesgo asumido con cualquier otra compañía del país, pues el gobierno, por lo general, tiene la mejor calidad crediticia de la nación (Funa, 2019). Además, la inversión, como decimos, es a corto plazo, algo muy atractivo para el inversor, que quiere una rentabilidad lo antes posible. Por ello, las letras del tesoro se consideran títulos bastante seguros y son muy populares entre inversores y fondos con un porfolio más conservador.

A diferencia de los bonos, las entidades financieras únicamente actúan como facilitador para el inversor, que deberá comprar dichas letras a través de una entidad constituida como sociedades agentes de bolsa o SAB (MEF, s.f.). Una vez adquirida, el inversor tiene la opción de retener el activo hasta su vencimiento o de venderlo antes de que esto ocurra. De esta manera, el inversor podrá recibir una rentabilidad de antemano, aunque ésta sea con gran probabilidad menor a la potencialmente recibida al final del periodo de la letra.

En el mercado primario, las letras suelen ser vendidas a través de una subasta. En dicha subasta, el inversor hace una oferta competitiva, donde hace referencia a la cantidad que pretende invertir en los títulos a que precio descontado quiere comprarlos o, en otras palabras, que rentabilidad espera de la operación (MEF, s.f.). Esto proporciona al gobierno con una gran ventaja, pudiendo emitir dichas letras a precios descontados distintos, dependiendo de las “ofertas” de cada inversor y de la rentabilidad que espere.

2.1.3 Pagarés:

Los pagarés son títulos de deuda a corto plazo que contienen la promesa incondicional de que el deudor o emisor pagará al acreedor una suma determinada de dinero en un periodo específico de tiempo (Bankinter, 2017). Normalmente, los pagarés son promesas “a la orden” emitidos por empresas, lo cual significa que el emisor se compromete a llevar a cabo el pago frente a la persona que posea en ese momento su pagaré. Por tanto, en países como Perú es relativamente común ver el endoso de un pagaré, donde el primer acreedor endosa dicho título a otra persona para que éste lo cobre en la posterioridad. Es ahí precisamente donde se crea un mercado más de deuda. Por otro lado, también podemos encontrar países, como España, donde la mayoría de los pagarés se constituyen. Como un título “no a la orden”. Por tanto, se construyen como títulos que limitan la transmisibilidad entre personas; el pagaré será emitido para un único acreedor y solamente éste puede cobrarlo (Bankinter, 2017).

Al igual que el resto de los instrumentos de deuda, su riesgo reside en la capacidad de pago y la solvencia del emisor. Sin embargo, un pagaré también puede presentarse como una inversión de menos riesgo en caso de intervenir un aval. Ésta,

sería la persona que garantiza el pago de la deuda e incrementa la solidez financiera del deudor (ESAN, 2016).

En Latinoamérica existe la posibilidad de emitir dicho pagaré en moneda nacional o en moneda extranjera. Esto ocurre por la naturaleza de las actividades que llevan a cabo con las actividades tanto las entidades soberanas como las privadas, las cuales reciben cashflows en dólares americanos (Dattatreya & Fabozzi, 2005). Por ello, muchas optan por endeudarse en moneda extranjera y así evitar el coste que supone el tipo de cambio.

3. Atractivos de los mercados de deuda y renta fija:

El mercado de deuda mueve billones de dólares anualmente, y es considerado por muchos un lugar de inversión muy atractivo. Especialmente en Latinoamérica, el mercado de deuda ha sido testigo de un fuerte crecimiento y a continuación veremos porqué:

3.1. Acceso a un flujo predeterminado de pagos:

A diferencia de una inversión en acciones de una empresa, donde el beneficio o rentabilidad de la inversión depende totalmente del precio futuro al que el inversor podrá vender la acción, el mercado de deuda, y el de bonos en particular, tiene un “calendario de pagos estipulado al momento de su emisión, con el cual el emisor deberá cumplir periódicamente” (Carpintero, 2020). El inversor en el mercado de acciones tiene que prestar atención al “hype” que existe y hacer caso a las nuevas modas del mercado. En cierta manera, es una apuesta que el inversor debe tomar. Sin embargo, el mercado de deuda le proporciona una previsibilidad de cuándo, en qué divisa y en qué cantidad recibirá los pagos hasta el vencimiento del título.

En el hipotético caso de que la calidad crediticia del bono se analice diariamente, el inversor dispondrá de una rentabilidad asegurada en cualquier caso, siempre y cuando mantenga el activo hasta su vencimiento (Carpintero, 2020).

Es esta falta de incertidumbre sobre el rendimiento esperado la que hace que el mercado de deuda sea tan atractivo para individuos y fondos. Estos títulos son los activos perfectos en el caso de que se esté siguiendo una estrategia de inversión conservadora.

3.2. Inversiones de bajo riesgo:

Según Manuel Carpintero (2020), los bonos han sufrido menos volatilidad durante los años que el mercado de acciones, el de commodities o el de divisas. Esto se debe a la ventaja anteriormente presentada, existe una predictibilidad de flujos de caja para el inversor.

Sin embargo, como se ha discutido anteriormente existen todo tipos de títulos de deuda, con diferentes niveles de riesgo ligados a ellos. Por ello, el mercado de deuda se puede adecuar y adaptar a las estrategias de cada uno de los inversores. El inversor más conservador verá un atractivo en el mercado de deuda al instante. Asimismo, un fondo de inversión que busca diversificar y equilibrar el riesgo medio en su portfolio puede hacer con la compra de diferentes bonos, pagarés o letras del tesoro. No obstante, recordemos que existen títulos con mayor riesgo subyacente, activos ligados a una mayor probabilidad de impago como los bonos “high yield” (Carpintero, 2020). Por ello, el mercado de deuda alberga también la posibilidad de invertir buscando una mayor rentabilidad a costa de un mayor riesgo.

3.3. Cobertura frente a distintas variables:

Como se ha estipulado anteriormente, los títulos de deuda se pueden emitir con diferentes características, dándole derechos al inversor y al emisor o inmunizando a ambos frente a eventos inesperados en el mercado. Estas cláusulas en los contratos de emisión de cada título crea un nuevo tipo de activo. El emisor elegirá el tipo de título dependiendo de las expectativas de futuro que tenga del mercado. De este modo, si un emisor argentino espera una bajada en el tipo de cambio entre el peso y el dólar americano, tomará la decisión de emitir la deuda en pesos y así poder evitar el riesgo de tipo de cambio (que se discutirá posteriormente) (Carpintero, 2020).

3.4. Cierta liquidez de mercado:

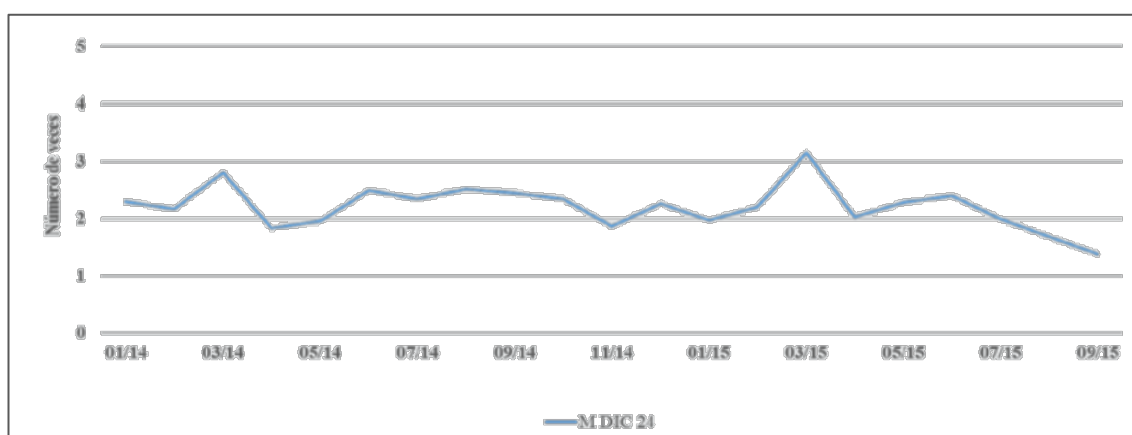
La liquidez mercado se mide en la rapidez con la que un título puede ser comprado y vendido a precios estables (Cattlin, s.f.). En término más simples, cuántos compradores y vendedores tenemos en un mercado y si las transacciones se pueden llevar a cabo fácilmente y a menudo. En el caso de que exista un número limitado de compradores y vendedores que lleven a cabo operaciones con poca frecuencia, se tratará de un mercado ilíquido.

En comparación con el mercado de renta variable, que es testigo de volatilidades constantes, el mercado de renta fija es menos líquido. Un ejemplo muy claro de esto es

la liquidez percibida de las acciones de una empresa frente a los bonos de la misma. Sin embargo, en el mercado de deuda existe una cierta liquidez de la que todos los inversores pueden aprovecharse. Existe un gran número de compradores y “vendedores” (emisores) y mueve gran cantidad de dinero. Estos compradores pueden cambiarse los papeles en cuestión de horas y vender los títulos que han comprado para generar un beneficio a través del mercado secundario del que muchos se aprovechan. De hecho, como podemos observar en la Figura 3, el índice de rotación, o personas por las que pasa el título, del bono de PEMEX en 2015 fue de entre dos y tres veces (Newman, 2015).

Esto permite al inversor tener una gran flexibilidad con su cartera de inversión y asumir mayores riesgos con la compra de títulos determinados.

Figura 3: Índice de rotación en el bono de PEMEX a 24 de diciembre de 2015



Fuente: Nacional Financiera, “Respaldo Nafinsa: *LIQUIDEZ EN EL MERCADO DE BONOS*”

3.5. Diversificación de fuentes de financiación:

Una empresa puede beneficiarse de la emisión de deuda para llegar a tener un sistema de financiación más sólido a través de la diversificación de fuentes de financiación. Es decir, encuentra capital fuera del ámbito de las entidades financieras, a las cuales necesita en muchas otras operaciones como la estructuración de crédito, por ejemplo.

Al ser un mercado público, una empresa puede obtener dinero tanto de individuos como de fondos de inversión. Por ello, en caso de que algún sector inversor pierda importancia o caiga en crisis, el emisor podrá recibir capital de otras fuentes, teniendo en cuenta que no depende únicamente del capital que le proporciona dicha industria, empresa o sector de la población. En otras palabras, la diversificación de fuentes de financiación limita la vulnerabilidad financiera (Marqués Solla, 2019).

4. Riesgos de los mercados de deuda y renta fija:

Como con toda inversión, el mercado de deuda presenta un número determinado de riesgos para el inversor. A continuación, se listarán y explicará su potencial impacto sobre la rentabilidad de una inversión en un título de deuda.

4.1. Riesgo de mercado o riesgo de tasa de interés:

El precio de un instrumento de deuda típico tiene una relación inversa con respecto a la tasa de interés. De esta manera, cuando la tasa de interés sube (baja) o el precio del título baja (sube). El tamaño de la respuesta inversa depende del instrumento que se esté analizando y de sus características como el cupón, la vida del instrumento o las opciones integradas en el activo (Dattatreya & Fabozzi, 2005).

Este es sin duda el mayor riesgo contra el que se enfrentan los inversores en el mercado de la renta fija. Sin embargo, para un inversor que espera mantener el título bajo su posesión hasta el final de su vida útil, estas fluctuaciones en la tasa de interés no son un peligro para su inversión. El cambio en las tasas del mercado afecta a aquel inversor que pretende vender el título antes de que madure, que puede sufrir una pérdida de capital en consecuencia.

Para controlar y cuantificar el riesgo de mercado existe la *duración*. La duración mide la sensibilidad del precio de instrumento de deuda al cambio de las tasas de interés. La fórmula para calcular dicha sensibilidad se puede ver en la Figura 4. Con este cálculo un inversor puede manejar un porfolio de tal manera que la mayoría de los instrumentos en éste tengan una duración parecido (o un riesgo de mercado similar) y puede ver, tras un cambio en la tasa de interés, con qué títulos pierde rentabilidad o no (BBVA, s.f.).

Figura 4: Fórmula para el cálculo de la duración de un instrumento de deuda:

$$Duracion = \frac{\%CambioDelPrecioDelBono}{\%CambioDeLasTasasDeInteres} = \frac{-(\Delta Precio/PrecioOriginal)}{\Delta TasaDeInteres/(1+TasaDeInteresOriginal)}$$

$$D = - \frac{\Delta P / P}{\Delta i / (1 + i)}$$

Fuente: BBVA Aula Banca Privada, “*Renta Fija III: Gestión de riesgos. Duración y convexidad*”

4.2. Riesgo de reinversión:

Muchos inversores reinvierten el cashflow generado por las inversiones en el mercado de deuda. Que la nueva inversión genere un beneficio adicional depende de que prevalezcan los niveles de tasas de la anterior operación y de la estrategia de inversión (Dattatreya & Fabozzi, 2005). El riesgo se presenta como una caída en los niveles de tasas a las que el inversor puede reinvertir los cashflows que se ha originado de la anterior inversión. Este riesgo incrementa cuanto más tiempo dure la estrategia y cuantas más veces se reinvierta el beneficio.

El riesgo de reinversión está muy ligado a el riesgo de mercado, ya que también depende de las fluctuaciones en las tasas de interés del mercado. Sin embargo, es importante destacar que ambos riesgos son opuestos. Cuando se tiene en cuenta el riesgo del mercado se espera una bajada del tipo de interés y así una subida en el precio, mientras que cuando queremos reinvertir esperamos subidas en el tipo de interés para así obtener un beneficio creciente en el tiempo (Dattatreya & Fabozzi, 2005).

4.3. Riesgo de bonos rescatables:

Algunos bonos llevan consigo una provisión con la que el emisor puede “rescatarlos” o amortizarlos antes de que se cumpla su fecha de vencimiento. Normalmente, el emisor suele reservarse este derecho en caso de que la tasa de interés

caiga por debajo del valor del cupón. En este caso, sería beneficioso para el emisor amortizar todos los bonos que cotizan en ese momento y refinanciar la deuda con una emisión de bonos más “baratos” (Dattatreya & Fabozzi, 2005).

El inversor se enfrenta a dos riesgos principales. El primero recogería el riesgo de la incertidumbre sobre los pagos de los cupones periódicos, ya que éste no sabe cuando bajará la tasa de interés y por lo tanto cuando será rescatado el bono que está en su posesión. En segundo lugar, si baja la tasa de interés, y asumiendo que el inversor busca reinvertir el dinero ganado con el anterior bono, éste se enfrenta a un riesgo de reinversión, donde tendrá que invertir en un bono con menor rentabilidad. Teniendo en cuenta de que se depende de los parámetros del “rescate” y del timing del mercado, este riesgo está tan lejos del control del inversor que muchos lo consideran el segundo más importante detrás solamente del riesgo de mercado (Dattatreya & Fabozzi, 2005).

4.4. Riesgo crediticio:

Este riesgo depende de la liquidez de una empresa y de su situación con respecto al inversor. De esta manera, primero analizamos el riesgo de impago, en el que una empresa no tiene fondos suficientes para poder repagar la deuda al inversor. En caso de banca rota, habrá que ver el orden en el que se paga a los acreedores y si los títulos tenían preferencia o no (Dattatreya & Fabozzi, 2005).

Por otro lado, hablamos de nuevo del credit rating y de la posibilidad de que el rating crediticio del bono baje. Este riesgo está basado en un rendimiento adverso o inferior al esperado (existe un incremento en el *spread*). El *spread* se refiere a la diferencia en rendimiento entre el bono en cuestión y el bono de referencia en el mercado, el cual suele ser un bono del gobierno con el mismo vencimiento. De este modo, si el *spread* está creciendo se cree que el bono va a ser más arriesgado y las agencias de rating deben revisarlo ya que existe la posibilidad de que se tenga que bajar la calificación del mismo. Éstas se lo comunicarán al mercado catalogando el bono en cuestión bajo “credit watch” o “rating watch” (Dattatreya & Fabozzi, 2005).

4.5. Riesgo de la curva de rendimiento:

Un inversor debe analizar las diferencias entre bonos antes de invertir en ellos. Por ello, se comparan bonos con diferentes vencimientos y se crean teorías de como va a evolucionar el rendimiento de cada bono tras el fin de su vida útil. Por ello, se toman decisiones basadas en esta percepción de como se desenvolverá el bono en un futuro.

El bono, sin embargo, puede desarrollarse de cualquier manera no prevista por el inversor, y es precisamente éste riesgo al que se enfrenta. Este riesgo gana importancia cuando el inversor necesita un rendimiento determinado para poder cumplir con otra obligación (Dattatreya & Fabozzi, 2005). Por ejemplo, si un fondo de inversión necesita recibir un rendimiento determinado de la compra de unos títulos para poder cumplir con el pago de algún pasivo, dicho fondo tendrá que analizar con cuidado cuál podrá ser el rendimiento futuro de dichos títulos antes de invertir su dinero en ellos.

4.6. Riesgo de inflación:

El riesgo de inflación surge cuando el valor de los diferentes cashflows generados por un título se ven afectados por culpa del nivel de inflación. El problema es de gran importancia porque los pagos periódicos del bono son estructurados al principio de la inversión y no son cambiables a medida que pasa el tiempo. Dattatreya y Fabozzi (2005) da un ejemplo para ilustrar este punto. Si un bono tiene un cupón del 7% pero la tasa de inflación es del 8%, entonces el poder de adquisición del inversor se ve comprometido.

El inversor puede invertir por tanto en títulos que se ajustan a la inflación actual del sistema. Los bonos con tasas flotantes o títulos ajustables a la inflación no se ven tan afectados por este tipo de riesgo. En éstos últimos se podría considerar que la tasa de interés refleja en cierta manera los niveles de inflación esperados en el futuro (Dattatreya & Fabozzi, 2005).

4.7. Riesgo de liquidez:

El riesgo de liquidez surge cuando el inversor tiene que vender un título de deuda por un precio por debajo de su valor real. Este valor real suele ser indicado por una transacción reciente en el mercado.

El cálculo de la liquidez puede ser explicado como el tamaño del diferencial entre el mínimo precio por el que un individuo está dispuesto a vender un título (o ask price) y un el máximo precio por el que un individuo está dispuesto a comprar un título (o bid price). Cuanta más diferencia entre estos dos valores (bid-ask spread), más grande es el riesgo de liquidez (Dattatreya & Fabozzi, 2005).

Este riesgo se desvanece para el inversor que pretende retener el activo hasta su vencimiento y que no debe marcar su posición en el mercado. Marcar la posición en el mercado consiste en analizar el valor actual de los activos que uno posee cada cierto tiempo. De esta manera, muchos fondos de inversión deben hacer esto cada día para así obtener un valor estimado del valor neto de sus activos (Dattatreya & Fabozzi, 2005).

4.8. Riesgo de tipo de cambio:

Otro factor a tomar en cuenta cuando uno se adentra en el mercado de deuda es el riesgo de tipo de cambio. Mucha deuda puede ser comprada y emitida en una moneda extranjera. Este es un riesgo especialmente presente en el mercado latinoamericano donde un gran porcentaje de la deuda emitida se emite en dólares americanos y no en moneda local. Esto se debe a que la solidez del dólar americano se ve menos afectada con el paso del tiempo que la moneda local del país correspondiente. Asimismo, muchas actividades de los gobiernos latinoamericanos están denominadas en la moneda estadounidense, siendo ésta una de las principales monedas a nivel mundial. Por tanto, los beneficia recibir financiación en dólares americanos y así evadirse de este riesgo.

Sin embargo, cualquier gobierno, empresa o inversor que compre deuda denominada en moneda extranjera y quiera convertir su rendimiento en moneda local, se enfrentará al riesgo de tipo de cambio (Dattatreya & Fabozzi, 2005). Por ello, en caso de que la moneda local se deprecie con respecto a la moneda utilizada en el bono, el

inversor verá una pérdida de capital, mientras que si la moneda local aumenta en valor con respecto ésta, el inversor tendrá un mayor beneficio.

4.9. Riesgo político:

Un gobierno puede imponer ciertos impuestos adicionales o anunciar retenciones relacionadas con un bono o activo determinado. Igualmente, podría limitar la inversión en ciertos títulos a un grupo determinado de entidades o personas, además de tomar acción en la regulación en torno a dicho título. Todas estas acciones del soberano en cuestión pueden afectar al valor del activo y se presentan como un riesgo político y legal para el inversor (Dattatreya & Fabozzi, 2005).

Para ilustrar el concepto, Dattatreya y Fabozzi (2005), introducen una situación en la que un inversor es propietario de bonos exentos de impuestos. El valor de este bono tiene una relación directa con los impuestos nacionales. En el caso de que el gobierno decida bajar los impuestos, el valor del título será menor, ya que no se presenta como una inversión necesaria. Por otro lado, el gobierno podría imponer ciertas tasas sobre estos bonos. Como resultado de una pérdida de dicha exención de impuestos, el valor de éstos disminuirá considerablemente, siendo evidente su pérdida de atractivo.

4.10. Riesgo de catástrofe o evento extraordinario:

La habilidad de un deudor para cumplir los plazos y pagos acordados a veces se puede ver comprometida por un desastre natural o industrial o por un evento inesperado dentro de su propia empresa, como una adquisición o reestructuración corporativa (Dattatreya & Fabozzi, 2005). Éstos son eventos que pueden hacer que el deudor pierda la liquidez necesaria para afrontar los pagos necesarios y es un riesgo al que cualquier inversor está expuesto.

Actualmente, con la pandemia que estamos sufriendo, muchas empresas han tenido que recurrir a rescates por parte del gobierno y a presentar EREs y ERTEs. No cabe duda de que algunas organizaciones no tendrán los fondos necesarios para afrontar

pagos a sus acreedores y que tendrán que negociar con ellos los términos de la solución a este problema.

Los riesgos expuestos en esta sección del trabajo son solo algunos de las incertidumbres que debe afrontar el inversor y el deudor al entrar en el mercado de deuda. No todos los activos del mercado de deuda están expuestos a estos riesgos. El comprador debe tomar esto en cuenta al organizar una estrategia de inversión y así mitigar la exposición a estos factores de sus adquisiciones.

5. La historia del mercado de deuda en Latinoamérica:

El mercado latinoamericano de deuda ha experimentado grandes cambios a lo largo de los últimos 40 años. Entre la incertidumbre política y las crisis financieras, los gobiernos de las diferentes naciones tomaron iniciativa en forma de la globalización y liberalización de sus mercados para promover el crecimiento de sus economías. Impulsaron también mercados internacionales, abriendo las puertas a una financiación que fuera en moneda internacional en lugar de local. Desgraciadamente, los países latinoamericanos pecaron de dependencia en dos naciones en específico. El Reino Unido, hasta principios del siglo XX, y Estados Unidos, de ese momento a hasta la actualidad, han sido las principales naciones compradoras de la deuda internacional latinoamericana y caribeña.

5.1. La crisis de la década perdida:

El mercado latinoamericano ha sufrido cantidad de crisis de deuda durante los siglos. Las últimas dos tienden a ser reconocidas como la crisis de los años treinta y la crisis de los años ochenta, o la crisis que provocó la “década perdida” (Veselovsky, 1996). Ésta última explotó en agosto de 1982, cuando Méjico anunció que no podía seguir pagando su deuda en los plazos establecidos (Velloso, Bustillo, Frenkel, Ocampos & Stallings, 2014). A Méjico se sumaron el resto de los países latinoamericanos y esto amenazó al panorama financiero internacional.

La crisis de los años treinta y la de los ochenta se suelen comparar debido a su similitud, especialmente por el tipo de actores involucrados en las negociaciones para solventar una recuperación económica. De la misma manera, ambas surgieron por una incapacidad de los deudores latinoamericanos de pagar a sus respectivos acreedores, tanto locales como internacionales. Sin embargo, se guardan diferencias bastante relevantes para su entendimiento.

En primer lugar, a diferencia de la crisis de los años treinta, la crisis de los años ochenta presenta un grupo diferente de acreedores de la deuda. En los años treinta, los países latinoamericanos acostumbraban a emitir bonos. Esta moda cambió durante los años hasta llegar a los años ochenta, donde la mayoría de entidades preferían recibir

financiamiento a través de créditos bancario. De esta manera, en los años treinta, los acreedores eran los propietarios de los bonos, mientras que en la crisis del ochenta y dos, los acreedores eran los bancos privados americanos. En segundo lugar, los bancos acreedores de los ochenta recibieron ayuda por parte del gobierno estadounidense para mitigar los efectos del impago, mientras que los acreedores individuales sin poder de los años treinta no recibieron ningún tipo de apoyo. En tercer lugar, en la crisis de los años treinta no existía una organización internacional que organizara el proceso de negociación, como sí la hubo en los años ochenta con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Y finalmente, la crisis de los años treinta no se percibía como una amenaza sistemática, ya que los acreedores era individuos con poco poder. En la crisis de 1982 sin embargo, los acreedores eran grandes instituciones financieras, con notable influencia alrededor del mundo (Velloso, Bustillo, Frenkel, Ocampos & Stallings, 2014).

Figura 5: Evolución de la deuda externa de América Latina y del Caribe (millones de dólares):

Años	Evolución de la deuda externa de América Latina y del Caribe (en millones de dólares)						
	1.970	1.980	1.990	1.996	1.999	2001	2002
total Am. Lat. + Caribe	32.561	257.374	475.374	670.868	794.836	764.880	789.398
<i>Principales países endeudados</i>							
	1.970	1.980	1.990	1.996	1.999	2001	
Brasil	5.734	71.527	119.964	181.322	243.711	226.362	
Méjico	6.969	57.378	104.442	157.498	167.250	158.290	
Argentina	5.810	27.157	62.233	111.378	145.294	136.709	
Venezuela	1.422	29.356	33.171	34.490	37.261	34.660	
Perú	3.211	9.386	20.064	28.981	29.210	27.512	
Colombia	2.236	6.941	17.222	28.900	34.424	36.699	
Chile	2.977	12.081	19.226	23.049	34.269	38.360	
Sub-total	28.360	213.825	376.322	565.617	691.420	658.592	
Sub-total en %	87%	83%	79%	84%	87%	86%	
<i>Países medios</i>							
Ecuador	364	5.97	12.107	14.495	15.305	13.910	
Bolivia	588	2.702	4.275	5.195	5.548	4.682	
Paraguay	112	955	2.105	2.565	3.393	2.817	
<i>Países pequeños</i>							
Haití	43	350	911	904	1.182	1.250	
El Salvador	182	911	2.149	2.914	3.795	4.683	
Guatemala	159	1.180	3.080	3.772	4.205	4.526	
Nicaragua	203	2.193	10.745	5.961	6.909	6.391	
Uruguay	363	1.660	4.415	5.899	7.501	9.706	

Fuente: Toussaint (2003) "Las crisis de la deuda externa de América Latina en los siglos XIX y XX", CADTM

La figura 5 ilustra las cantidades de deuda que fueron acumulando los principales países de Sudamérica y el Caribe. Como se puede observar, la deuda externa de los países latinoamericanos se multiplica por ocho en tan solo una década, llegando a una cantidad de deuda total en el continente de unos 257 mil millones de dólares.

Frente a esto, el gobierno de los acreedores, el gobierno de los Estados Unidos, decidió tomar una actitud paciente, esperando a que los países en déficit pudieran reestructurarse y así poder cumplir los pagos pendientes con su sector de banca privada. Lo que quería evitar eran las pérdidas a corto plazo de los países latinoamericanos involucrados, para así evitar una crisis financiera internacional (Velloso, Bustillo, Frenkel, Ocampos & Stallings, 2014).

Sin embargo, a mediados de los años ochenta, el gobierno de los EE. UU. se empezó a impacientar, viendo que la crisis en los países deudores no disminuía y que éstos por su parte se endeudaban progresivamente cada vez más. Es por ello que en 1985, James A. Baker, el entonces Secretario del Tesoro de Estados Unidos, decidió implementar un plan de reestructuración en dichas economías. Junto con la ayuda del Fondo Monetario Internacional, los bancos privados americanos, europeos y japoneses implementan el *Plan Baker*. Dicho plan consistía en una inyección cuantiosa de dinero en la economía de alrededor de diez países latinoamericanos con la esperanza de que estos obtuvieran un mayor nivel de liquidez en la economía y así se impulsara crecimiento económico. Las economías receptoras de estos fondos, por su parte, deberían adoptar “reformas económicas que liberalizaran los controles, aumentaran la apertura al comercio y a las inversiones extranjeras y se apoyaran más en el sector privado” (Velloso, Bustillo, Frenkel, Ocampos & Stallings, 2014). El programa resultó no ser efectivo y la crisis continuó a pesar de la ayuda internacional.

5.2. Las reformas de los ochenta y noventa:

El Plan Brady fue presentado al final de la década de los ochenta, con la llegada a Washington D.C. de un nuevo gobierno y con él, un nuevo Secretario del Tesoro de Estados Unidos. Éste plan no fue implementado hasta mediados de la década siguiente pero se convirtió en el pilar sobre el que evolucionaría el mercado de la deuda en Latinoamérica y el Caribe hasta el presente. Inés Bustillo y Helvia Velloso (2013)

opinan que “desde entonces, el mercado de la deuda latinoamericana ha evolucionado y ha registrado un aumento del volumen, de los tipos de instrumentos negociados y del número de inversores y casas comerciales que operan en él”. El Plan Brady propició una reestructuración del mercado de deuda tanto a nivel nacional como a nivel global.

5.2.1. Los Bonos Azteca (1987):

Este plan, sin embargo, no fue el único que impulsó la titularización de la deuda en Latinoamérica. En 1987, Méjico salió con su propia solución a la crisis de la deuda que estaba viviendo el continente, los Bonos Azteca. Esta estrategia consistía en convertir 20.000 millones de dólares de la deuda del país en bonos, los cuales aseguraban el repago de su principal (Velloso, Bustillo, Frenkel, Ocampos & Stallings, 2014). Los bonos se emitieron a los bancos comerciales acreedores a cambio de las deudas del sector público mejicano. Los bancos internacionales acreedores aceptaron perdonar el 30% de la deuda mejicana a cambio de un bono a veinte años, con colateral y con tasa de interés variable. Como garantía del pago del principal, el Bono Azteca se protegía con la compra de un bono cupón cero a veinte años del gobierno de los Estados Unidos, el cual se depositaba en la reserva Federal del país hasta su fecha de vencimiento (Bustillo & Velloso, 2013). De esta manera, el gobierno de los Estados Unidos aseguraba el pago del principal de estos bonos y el mejicano ahorra debido a la reducción del principal de su deuda (los bancos acreedores aceptaron contabilizar una emisión de 20.000 millones de dólares como un 30% de la deuda atribuible al país) y al menor valor descontado al presente del pago de intereses total durante la vida de los títulos.

Esta fue la primera vez que el gobierno de Estados Unidos decidió perdonar parte de la deuda a un país latinoamericano públicamente. Estos bonos por su parte sirvieron de ejemplo para implementar el Plan Brady.

5.2.2. Los Bonos Brady (1989):

El Plan Brady se presentó en 1989 y constituyó un cambio palpable con respecto al Plan Baker del ochenta y cinco. Con la llegada a la presidencia de George H. W. Bush, el Plan Brady combinó el apoyo del gobierno de los Estados Unidos con el de

instituciones internacionales como el FMI y el Banco Mundial (Velloso, Bustillo, Frenkel, Ocampos & Stallings, 2014). El plan también obtuvo el apoyo de los acreedores europeos y de los japoneses. Estas entidades intentarían reestructurar la deuda en el continente latinoamericano de una manera similar a la de los Bonos Azteca, y además promovía una reorganización de las economías sudamericanas, intentando promover una mayor liquidez en vista de los pagos a los que tendrían que hacer frente en un futuro. En otras palabras, “un país podía obtener una condonación parcial y, al mismo tiempo, diferir durante unos años una parte del principal y del pago de intereses, ganando así tiempo para que las reformas se dejaran sentir en la economía y mejorar el flujo de fondos y la balanza de pagos” (Bustillo & Velloso, 2013).

El primer acuerdo con un país latinoamericano fue el acuerdo mejicano. Este acuerdo sirvió como plantilla para los acuerdos con el resto de países y tardó una año en estructurarse. Entonces, ¿Cómo se formuló el Plan Brady en Méjico?

Los bonos Brady en Méjico cubrieron alrededor de unos 48.000 millones de dólares en valor nominal de la deuda pendiente con los bancos acreedores americanos, europeos y japoneses. A cambio de la condonación y de la prórrogación de la deuda con este soberano, los bancos pudieron decidir entre tres instrumentos, dos de ellos incluían unos bonos canjeables con un colateral similar al de los bonos Azteca (Bustillo & Velloso, 2013). Estos bonos fueron parcialmente garantizados mediante la compra de bonos cupón cero del gobierno de los Estados Unidos de América, y fueron comprados por parte de Méjico con la financiación proporcionada por el FMI y el BM. Estos eran los términos a los que accedieron dichas instituciones financieras internacionales, a las cuales el gobierno de EE. UU. accedió a incrementar su participación en cuotas para consecuentemente aumentar su liquidez y su capacidad de préstamo a los países latinoamericanos (Linde, 2012).

La primera opción se trataba de un canje por bonos emitidos al descuento, o bonos con una reducción de principal del 35%. Sin embargo, la tasa de cupón excepcional en estos bonos estaba por encima del valor de mercado, y es ahí donde los acreedores podían esperar una rentabilidad con el paso de los años.

La segunda opción consistía en una emisión de bonos a la par, pero con un tipo de interés por debajo de la de mercado. La tasa de cupón sería del 6,25% en un tiempo en el que la tasa LIBOR (London Interbank Offer Rate) se encontraba en torno al 10%.

Ambas emisiones incluían una garantía total del principal del bono debido a la compra por parte del estado mejicano de los bonos cupón cero de los Estados Unidos. Éstos, al igual que con las operaciones de los Bonos Azteca, serían depositados en la Reserva del país norteamericano y solo se podría acceder a ellos al final de la vida de los mismos (Bustillo & Velloso, 2013).

Finalmente, la tercera alternativa se fundamentaba no en la emisión de instrumentos de deuda, sino en la emisión de dinero nuevo. Es decir, los bancos acreedores recibirían el 100% del principal que se les debía. Sin embargo, en caso de entrar a través de esta estructura, los bancos estarían obligados a proporcionar nuevos “préstamos adicionales de al menos 25% de su exposición durante tres años” (Bustillo & Velloso, 2013).

El Plan Brady en Méjico puso mucho énfasis en la reducción del principal de la deuda del país y en la bajado de los tipos de interés a favor de los deudores. Esto no hubiera sido aceptado si no fuera por la aparición del mercado secundario y la alternativa que esto suponía para los acreedores.

Al acuerdo Mejicano le siguieron otros y en 1996 ya eran diez los países que habían negociado la condonación y titularización de su deuda (Figura 6). A medida que los acuerdos iban dándose, el número de opciones al alcance de los bancos deudores incrementaron, integrando bonos sin colateral y bonos de capitalización entre las posibilidades (Dattatreya & Fabozzi, 2005).

Figura 6: América Latina y el Caribe: Acuerdos Brady con Bancos Comerciales (1996)

País	Fecha del acuerdo	Condonación de deuda (en porcentajes)
México	Marzo de 1990	35
Costa Rica	Mayo de 1990	n.d.
Venezuela (República Bolivariana de)	Diciembre de 1990	30
Uruguay	Febrero de 1991	n.d.
Argentina	Abril de 1993	35
Brasil	Abril de 1994	35
República Dominicana	Agosto de 1994	35
Ecuador	Febrero de 1995	45
Panamá	Mayo de 1996	45
Perú	Noviembre de 1996	45

Fuente: Brauer y Chen, 2000, “*Brady Bonds*”, *The Handbook of Fixed Income Securities*

5.2.3. Recompra de los bonos y salida del Plan Brady:

Según explican Velloso, Bustillo, Frenkel, Ocampos y Stallings (2014) en su pieza “*La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica*”, en la segunda mitad de los noventa, algunos países intentaron cerrar el ciclo de la deuda de los ochenta con la retirada de los bonos Brady mediante su recompra y su canje por títulos no garantizados. Muchos países aumentaron su liquidez y su crecimiento económico debido a las pautas estipuladas por el FMI y el Banco Mundial. Por ello, buscaron una reducción de su deuda y una vía de escape con respecto a las obligaciones que todavía poseían debido al Plan Brady.

En los diez años posteriores a la última emisión de un bono Brady, la mayoría de las naciones deudoras habían retirado su deuda del mercado a través de diferentes métodos (Bustillo & Velloso, 2013):

- La recompra de los bonos Brady en el mercado secundario.
- Inicio de un programa formal que canjeaba bonos Brady por eurobonos.
- Inicio de una conversión formal de bonos Brady por bonos en moneda local.
- Acuerdos de canje con inversores privados.
- Uso de los bonos Brady para pagar privatizaciones.
- Vencimientos de algunos bonos.
- Ejercicio de la opción de compra de los bonos Brady, los cuales eran todos rescatables según estaba estipulado en su emisión.

Además de escapar de estas obligaciones contraídas al final de la década anterior, tanto los países como los tenedores de los bonos obtuvieron diferentes ventajas a partir de los canjes y recompras. Por un lado, estas transacciones permitían al país deudor liberar la garantía atada a estos títulos (bono cupón cero estadounidense) y utilizarlo en la compra o garantía de otras operaciones. Además, el país veía una deuda reducida en caso de canje “puesto que el cambio se realizaba a un descuento basado en los precios del mercado secundario” (Velloso, Bustillo, Frenkel, Ocampos & Stallings, 2014). Por su lado, el inversor recibía un bono con mayor riesgo, debido a que no estaba garantizado, y por ello se preparaba para recibir un mayor rendimiento en comparación con el título que retenía anteriormente.

Los primeros en retirar la mayoría de su deuda fueron Méjico, Argentina, Brasil, Venezuela, Ecuador y Panamá. Estos países fueron los principales compradores de deuda Brady durante la segunda mitad de los años noventa y continuaron haciéndolo durante el nuevo milenio, siendo Méjico el primer país en retirar toda su deuda Brady en el año 2003. En torno al 2006, únicamente cuatro países de los diez principales no habían retirado la totalidad de su deuda Brady, como puede ser observado en la adjuntada Figura 7.

Figura 7: Cantidades originales y saldos pendientes de bonos Brady, a marzo de 2006 (miles de millones de dólares y porcentajes)

País	Emitidos			Pendientes		
	Año de emisión	Valor nominal	Porcentaje del total	Valor nominal	Porcentaje del total	Porcentaje de bonos retirados
América Latina y el Caribe		143,1	81,8	3,9	36,4	97,3
Argentina	1993	24,8	14,2	0,0	0,0	100,0
Brasil	1994	51,3	29,3	0,0	0,0	100,0
Costa Rica	1990	0,6	0,3	0,0	0,0	100,0
República Dominicana	1994	0,5	0,3	0,4	3,7	20,0
Ecuador	1995	6,3	3,6	0,0	0,0	100,0
México	1990	35,6	20,4	0,0	0,0	100,0
Panamá	1996	2,9	1,7	0,9	8,4	69,0 ^a
Perú	1996	4,2	2,4	2,0	18,7	52,4 ^b
Uruguay	1991	1,1	0,6	0,0	0,0	100,0
Venezuela (República Bolivariana de)	1990	15,8	9,0	0,6	5,6	96,2
Otros países		31,8	18,2	6,8	63,6	78,7
Total		174,9	100,0	10,7	100,0	93,9

Fuente: Borensztein, Levy Yeyati y Panizza, 2007, “*Vivir con deuda: Cómo contener los riesgos del endeudamiento público*”, Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

En el mercado de capitales actual, los bonos Brady son activos extinguidos. Éstos alcanzaron una posición máxima del dominio del mercado de bonos latinoamericano en marzo de 1997, y desde entonces se inició una tendencia de descenso. Esto fue debido al incremento en liquidez de los mercados financieros mundiales, que buscaban alternativas con mayor rendimiento que las actuales que poseían (consecuentemente, los canjes se vieron afectados favorablemente) y la marcada mejoría de solvencia nacional de muchos países (Bustillo & Velloso, 2013).

6. La deuda negociable de los mercados emergentes latinoamericanos: evolución, actualidad y futuro:

Durante la década de los noventa, el mercado de deuda latinoamericano dio paso a un nuevo tipo de deuda, pasando de préstamos bancarios e instrumentos no titularizados a un mercado de bonos. Esta titularización fue impulsada por el Plan Brady, el cual ayudó a los países latinoamericanos a redefinir su deuda internacional y dar pie a una nueva estructura financiera con más solvencia y liquidez. La recompra y canje de los bonos Brady durante la década de los noventa y el principio del nuevo milenio llevó a una caída de la deuda soberana pendiente. Los bonos Brady pasaron de ser un instrumento dominante, no solo en el mercado latino, sino también a nivel global, a un instrumento en declive y extinción llegados los años dos mil.

El Plan Brady fue primordial para la mejora de los mercados de deuda del continente, dando paso a una mayor calidad de activos durante las décadas de los noventa y la década de los dos mil. La evolución en calidad crediticia y atractivo para los inversores durante estas dos décadas fueron los impulsores de un número de economías cada vez más rentables.

6.1. La evolución de la deuda emergente (1990-2012):

La recompra y canje de los bonos Brady dio lugar a que la deuda soberana de los países latinos fuera presentada en forma de eurobonos y bonos globales, aumentando de esta manera la base acreedora de éstos para incluir, no solo bancos comerciales sino también otros inversores institucionales globales (Bustillo & Velloso, 2013). Sin embargo, aún viendo una aceleración financiera en este aspecto, existían un número de riesgos comunes entre estos países que se presentaban como un obstáculo en la década de los noventa. Según Chamberlin (2010), “además de los riesgos propios del desempeño económico del emisor como una situación de impago imprevista, también existían riesgos relacionados con las incertezas jurídicas o regulatorias resultantes de cambios de gobierno o de políticas gubernamentales propios de la zona”. Esa volatilidad expuesta por Chamberlin fueron el causante directo de etapas de expansión y contracción en la década de 1990, entrando la deuda de esta manera en un ciclo.

Sin embargo, tras la implementación de políticas de reestructuración económica, los países latinoamericanos empezaron a experimentar mejoras fundamentales. Por ejemplo, a diferencia de las crisis anteriores, cuando se produjo la cesación de pagos de 2001 por parte de Argentina, el resto de países permanecieron al margen y consiguieron separarse de cualquier efecto negativo (Bustillo & Velloso, 2013). Normalmente, como hemos visto en la crisis de 1982, se producía un efecto dominó que arrastraba al resto de países de la zona junto con el detonante de la crisis. Esto demuestra, que la solidez financiera de estas naciones había mejorado, no solo en cuanto a la calidad de los activos ofrecidos en los mercados, sino también en cuanto a los inversores y su actitud.

Por tanto, el territorio se adentró en un periodo de mejora, que se fue consolidando durante la década de los 2000. Por ejemplo, la calidad crediticia de los mercados emergentes de Latinoamérica aumentó considerablemente; dato que se refleja en los credit ratings de dichos países. “Desde las reestructuraciones Brady, la mayoría de los prestatarios compraron bonos con garantía y reestructurados. La sustitución de bonos Brady por bonos globales mejoró considerablemente la calidad de los instrumentos que componen la clase de activos de estos países” (Bustillo & Velloso, 2013).

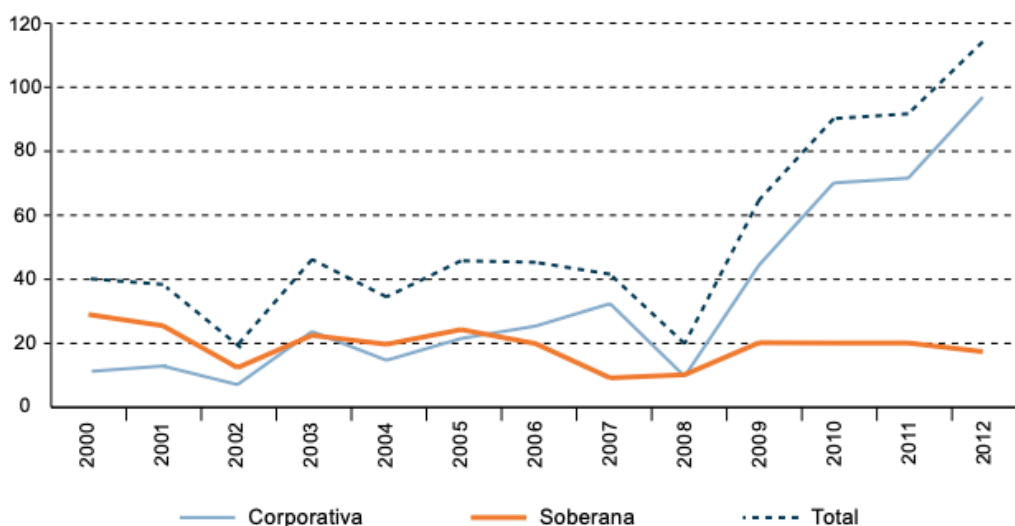
La base inversora de las naciones emergentes latinoamericanas también ha mejorado a lo largo de los años. A finales de la década de los noventa, los inversores apalancados, como bancos o fondos, que especulaban a corto plazo, dominaban el mercado. Con el paso de los años, el mercado dio paso a un nuevo tipo de inversor para el cual estaba en su interés comprar activos y mantenerlos a largo plazo (Velloso, Bustillo, Frenkel, Ocampos & Stallings, 2014). Además, se dio la bienvenida también a gestores con grado inversión, cuando algunas entidades en el territorio latinoamericano obtuvieron dicha calificación en la década de los 2000.

Asimismo, el mercado de deuda en Latinoamérica ha experimentado un aumento en oferta para el inversor. En 1994, el índice de bonos de mercados emergentes global (EMBI Global) de JP Morgan contenía únicamente 15 países, de los cuales solo 7 pertenecían a América Latina y el Caribe. En 2012, el EMBI Global contaba con 55 países que incluían un total de 17 países de Latinoamérica. Consecuentemente, podemos

aventurarnos a decir que esto significa que los inversores disponen de un mayor número de opciones (Velloso, Bustillo, Frenkel, Ocampos & Stallings, 2014).

Todo esto supuso un aumento en la confianza de los inversores en los mercados latinoamericanos que propició durante los años un incremento en los niveles totales de deuda emitida. Como podemos ver en la Figura 8, los niveles de deuda externa (emitida en mercados internacionales de deuda) experimentaron un incremento considerable desde el año 2000 hasta el año 2012, principalmente debido al sector privado. En la década de los noventa, la deuda soberana predominaba en el mercado, debido a los Bonos Brady. Sin embargo, con el paso del tiempo, los gobiernos se vieron menos inclinados a acceder a los mercados internacionales de bonos, debido al desarrollo de sus mercados locales y a la poca necesidad después de la reestructuración que había vivido sus sistemas financieros (Velloso, Bustillo, Frenkel, Ocampos & Stallings, 2014).

Figura 8: América Latina y el Caribe: Emisiones de deuda externa, soberana, corporativa y total (2000-2012):

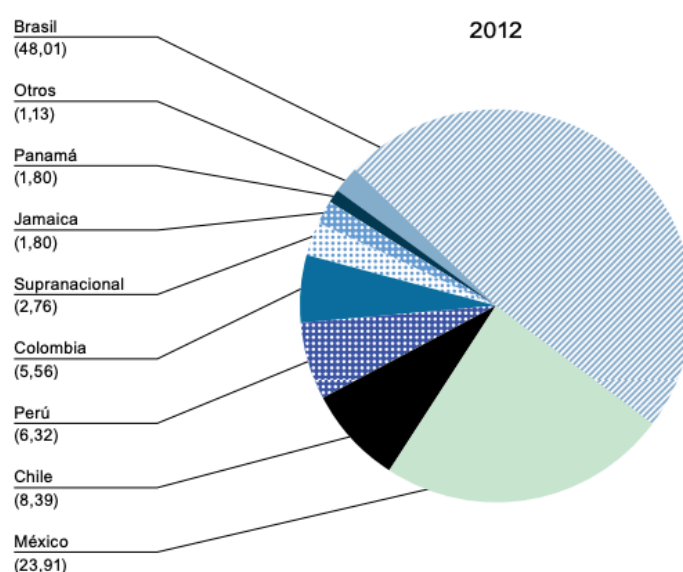


Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)

Como podemos observar también en la Figura 8, la deuda soberana permaneció relativamente constante durante los años, mientras que la corporativa sufrió altibajos.

En total, la deuda externa corporativa aumenta más de un 300% en este periodo de tiempo. Sin embargo, podemos ver que sufrió una caída en el 2008 con la crisis financiera que atizó al mundo entero. Y fue en ese momento cuando “el sector publico desplazó al sector privado” (Velloso, Bustillo, Frenkel, Ocampos & Stallings, 2014). El sector corporativo global no encuentra financiamiento en la emisión de deuda y cesa su crecimiento. Por otro lado, la deuda soberana permanece sólida y, aunque también experimenta una leve caída, continúa en niveles constantes. Sin embargo, ambos sectores vieron un rebote en 2008, principalmente debido al protagonismo de Brasil durante estos años. A nivel nacional, el país había encontrado una nueva estabilidad económica, un marco regulatorio de los mercados de títulos mejorado y una creciente demanda en el mercado de renta fija por parte de sus inversores (Bustillo & Velloso, 2013). Además, en 2008 y 2009, la calidad crediticia de la deuda soberana de Brasil fue ascendida a *investment grade* por las agencias crediticias, lo cual hizo que ganara popularidad a nivel internacional. Esto propició que en 2012 el 48% de las emisiones del continente tuvieran origen en Brasil, superando al líder histórico, Méjico. El país centroamericano se había visto más afectado por la crisis financiera de 2008 debido a su proximidad con Estados Unidos (Figura 9) (Bustillo & Velloso, 2013).

Figura 9: América Latina y Caribe: Desglose de las emisiones internacionales de bonos corporativos por país (2012)



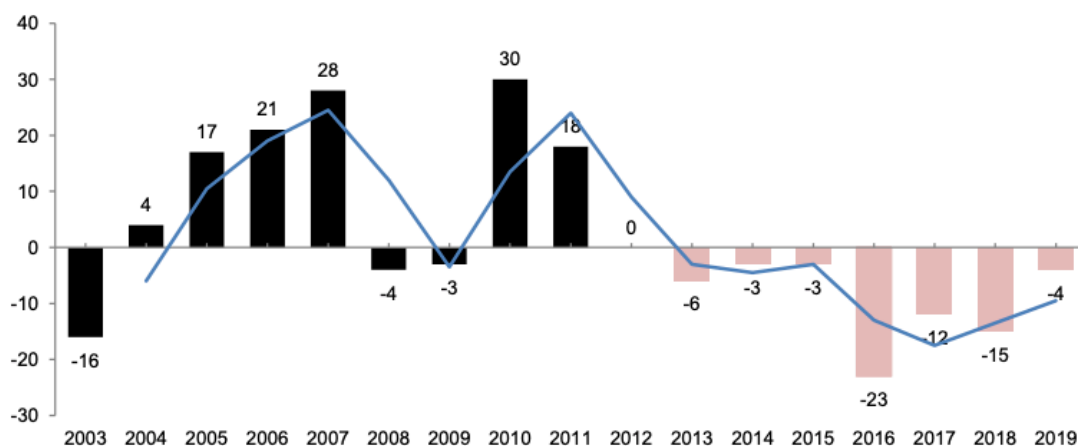
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)

6.2. Actualidad de los mercados de deuda latinoamericana:

La realidad del territorio latinoamericano entrando en 2020 fue muy distinta a la esperada tras el rebote de la crisis de 2008. Los diferentes países de la región han sufrido a costa de la incertidumbre que existe con respecto a la inestabilidad política y económica de algunos como Venezuela o Argentina.

A pesar de las altas esperanzas de mejora que se tenían sobre el continente y la reestructuración financiera de los noventa, la calidad crediticia general de los países latinoamericanos comenzó a decrecer a partir del año 2013. La Figura 10 ilustra el movimiento neto de ratings crediticios en la región durante los años. Con movimientos netos nos referimos a la cantidad de mejoras del rating crediticio (+1) menos las caídas en los mismos (-1) para crear un movimiento neto y así ver la tendencia en el territorio en cuestión. De esta manera, podemos observar que las degradaciones en calificaciones crediticias han superado numéricamente a las acciones positivas por séptimo año consecutivo, con 18 movimientos positivos y 22 negativos. Entre ello, países como Bolivia, Panamá, Nicaragua y Ecuador sufrieron “*downgrades*” en sus credit ratings, dejando claro que la situación de solvencia en algunas naciones está lejos de ser estable y de confianza.

Figura 10: Movimiento neto de ratings crediticios en Latinoamérica y el Caribe (2003-2019):



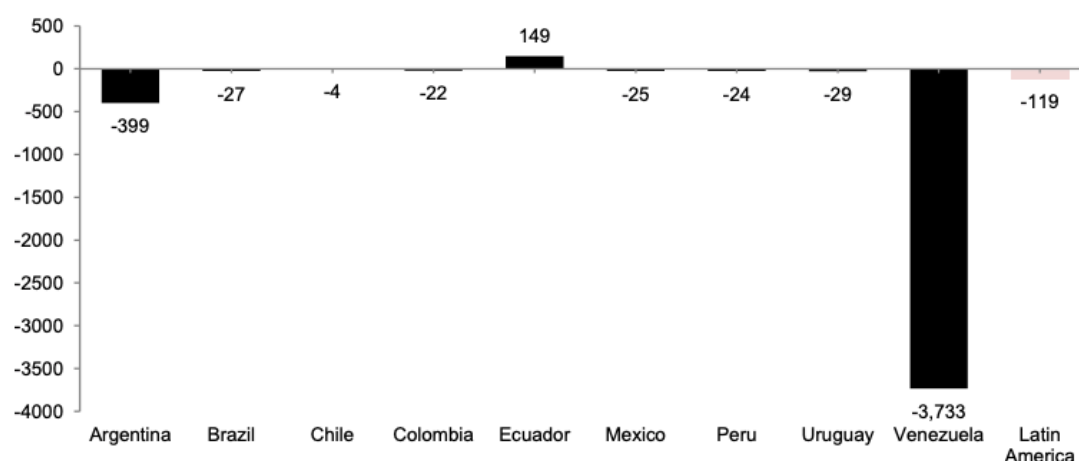
Fuente: Economic Commission for Latin America and the Caribbean, ECLAC (2020)

Sin embargo, ésta no es la realidad en todos los países. El once de diciembre de 2019, S&P (agencia de rating) cambió las proyecciones sobre el futuro de Brasil (BB-) de estable a positivo, dejando entrever una posible mejora de su credit rating. Esta mejora se producirá, aseguran, si durante los dos próximos el gobierno del país acelera el proceso de repago de su deuda y estabiliza la deuda de la nación (Velloso & Bustillo, 2020).

Además, Argentina mejoró su credit rating de RD a CC. El “upgrade” no vino sin sus advertencias pues el país mantiene unas proyecciones negativas sobre su credit rating. De esta manera, Fitch (agencia de rating) espera una nueva reestructuración de la deuda soberana y una consecuente caída en su calidad crediticia de nuevo.

Los spreads de los bonos soberanos en 2019 se estrecharon con el bono referencia, empezando en 568 puntos base al principio de año y acabando el periodo a 346 puntos base. En comparación con el EMBIG de JP Morgan, el índice de bonos de mercados emergentes, el componente latino ha tenido un peor rendimiento anual (Velloso & Bustillo, 2020). Si nos fijamos en el gráfico adjuntado (Figura 11), podremos ver que la deuda soberana de dos países latinoamericanos, Venezuela y Argentina, se encuentran lejos de los estándares del bono referencia.

Figura 11: EMBIG – Diferenciales trimestrales - Q4 2019 (en puntos base)



Fuente: Economic Commission for Latin America and the Caribbean, ECLAC (2020)

De entre los países latinoamericanos con una calificación de *Investment Grado* (o Grado Inversión), Méjico resultó ser el país con los mayores spreads, alcanzando una diferencia de 292 puntos base en diciembre de 2019. El país centroamericano es seguido por Colombia (161 puntos base), Uruguay (148 puntos base), Chile (135 puntos base) y Perú, que resultó ser el país con el menor spread sobre su deuda soberana con un diferencial de 107 puntos base (Velloso & Bustillo, 2020).

Por otro lado, entre los países con calificación *High Yield* (o de Alto Rendimiento), Venezuela obtuvo los mayores spreads con un diferencial de 14.470 puntos base, seguido de Argentina (1.744 puntos base) y Ecuador (826 puntos base). Brasil, aún siendo un país de alto rendimiento, acabó el año 2019 con un diferencial menor al de Méjico, con 212 puntos base (Velloso & Bustillo, 2020).

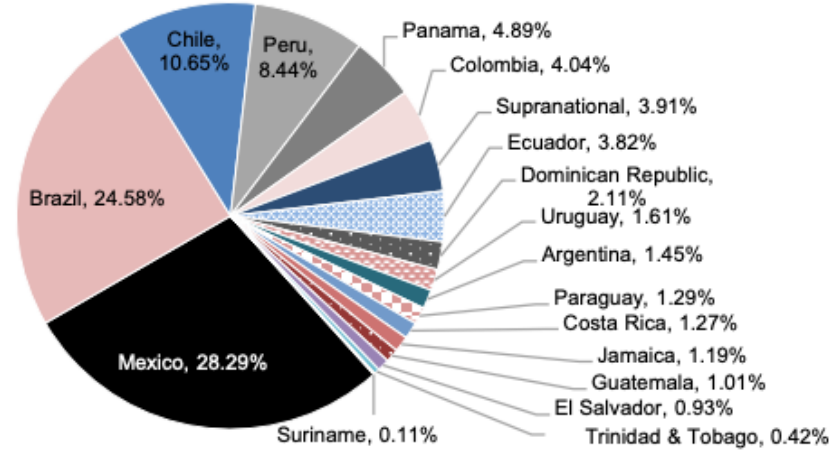
Esto demuestra la fiabilidad de las inversiones en deuda soberana latinoamericana. Existen países que garantizan rendimientos más seguros, como Perú, mientras que un inversor tendría que ser propenso al riesgo para invertir dinero en deuda soberana venezolana. El riesgo general en la región se podría considerar alto teniendo en cuenta que el spread conjunto es mayor al del índice del banco americano.

Los niveles de emisión de deuda mejoraron en 2019, emitiendo unos 24 miles de millones de dólares más que el año anterior, con un total de 118 miles de millones. Sin embargo, las emisiones del último trimestre rompieron la racha ascendiente que se seguía en los anteriores 5 trimestres, quizás por la incertidumbre política de países como Argentina o Ecuador y los conflictos en países como Chile (Velloso & Bustillo, 2020).

En cuanto a la participación de cada país, Méjico (28%), Brasil (25%), Chile (11%) y Perú (8%) fueron los principales emisores de la región (Figura 12). Excluyendo a Brasil, las economías con más emisiones del continente coinciden con aquellas pertenecientes a la Alianza del Pacífico (Pacific Alliance), Méjico, Chile, Perú y Colombia. Esta alianza se oficializó en 2011 y pretende potenciar el comercio entre los países miembros y aumentar los niveles de inversión extranjera directa. Otro de sus objetivos principales consiste en actuar como vínculo entre el continente asiático y el latinoamericano (Durán & Cracau, 2016). Por ello, es comprensible que, salvo Brasil

(uno de los países pertenecientes al BRIC), estas economías tomen protagonismo dentro de la región.

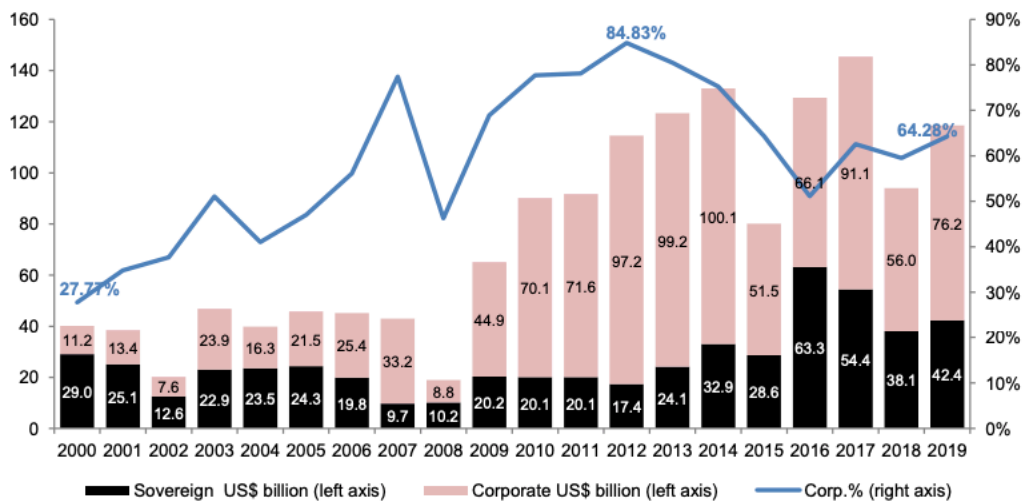
Figura 12: Emisión de deuda en Latinoamérica y el Caribe: Desglose por país (2019)



Fuente: Economic Commission for Latin America and the Caribbean, ECLAC (2020)

Las emisiones más grandes se pueden atribuir a entidades soberanas o cuasi-soberanas sector con un nivel de crecimiento en los últimos cinco años mayor al de las emisiones corporativas, las cuales siguen dominando el mercado de bonos latinoamericano. El sector corporativo obtuvo su mayor cifra de influencia en el mercado en 2012, cuando le pertenecían un 85% de las emisiones totales. Sin embargo, en 2019, tan solo el 64% de las emisiones pertenecen al sector privado (Velloso & Bustillo, 2020) (Figura 13).

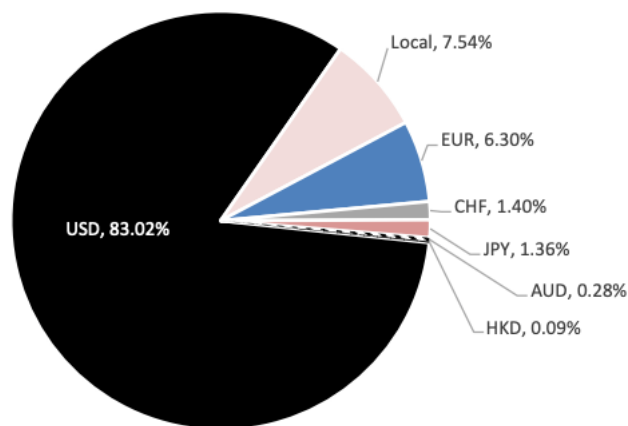
Figura 13: Emisión de deuda en Latinoamérica y el Caribe: Desglose por sector (2019)



Fuente: Economic Commission for Latin America and the Caribbean, ECLAC (2020)

Todas estas entidades ofrecen deuda en diferentes divisas. En Latinoamérica se acostumbra a emitir deuda en moneda extranjera, monedas más sólidas y menos volátiles. Por ello, mas de un 83% de la deuda emitida en LATAM fue deuda en dólares americanos. La deuda en moneda local toma la segunda posición, siendo responsable del 7,5% de la emisión total de la región. El desglose de la moneda local se comprende de mayoritariamente de el Sol peruano, que es responsable del 76% de la deuda total emitida en moneda regional. La emisión restante se hizo en otras divisas extranjeras como el Euro, el Yen japonés y el dólar australiano (Velloso & Bustillo, 2020) (Figura 14).

Figura 14: Emisión de deuda en Latinoamérica y el Caribe: Desglose por moneda (2019)



Fuente: Economic Commission for Latin America and the Caribbean, ECLAC (2020)

La emisión en moneda extranjera se puede considerar un problema para los países emergentes de Latinoamérica. Por ello, podemos hacer alusión al pecado original planteado por primera vez por Barry Eichengreen y Ricardo Hausmann en su libro *“Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies”* (2005). ¿Por qué los países emergentes y en desarrollo no tienen la capacidad de emitir deuda en moneda local y dependen de divisas extranjeras? Esta evidencia es una de la que pocos países han podido escapar, como España en su momento (De la Dehesa, 2005). La emisión en deuda extranjera causa diversos problemas, ya que se acumula deuda en dólares mientras la mayor parte de sus activos están denominados en moneda local. El problema de Latinoamérica es la política regulatoria y legislativa en torno a sus monedas, las cuales no proporcionan una estabilidad y confianza necesaria para que los inversores estén cómodos a la hora de invertir en deuda emitida en moneda local. En 2007 el porcentaje de emisiones externas latinoamericanas en moneda local alcanzó un impresionante 19% (Velloso, Bustillo, Frenkel, Ocampos & Stallings, 2014). Cabe compararlo con el 7,5% actual y plantearse el porqué de este problema.

Sin embargo, esto no es el caso de todos los países. Países como Perú o Chile se esfuerzan por potenciar el mercado local y emiten deuda soberana y corporativa en moneda local. Esto se ha dado debido a las políticas favorables que han implementado ambos gobiernos para intentar solidificar la moneda a nivel internacional. Además, su posición como punto de conexión con el mercado asiático les da mayor peso a la hora de favorecer su divisa y no otra extranjera. El gobierno de Chile consiguió emitir un 38% de deuda en moneda local, intentando escapar del dominio de la emisión de deuda en dólar y euro (Ministerio de Hacienda de Chile, 2019). Por otro lado, el Gobierno de Perú triplicó su exposición en deuda local entre los años 2011 y 2017 (Gobierno del Perú, 2018).

Finalmente, el mercado latinoamericano se ha sumado a los objetivos ecológicos y sociales del resto del mundo. Los países son conscientes de los problemas medioambientales y por ello, el mercado ha sido un nuevo escenario para créditos y bonos verdes. En 2019, un total de 5,5 mil millones de dólares americanos fueron emitidos con objetivos medioambientales como el transporte de energía renovable sin

emisiones, conservación de la biodiversidad de las naciones y políticas de gestión de agua sostenibles. Los principales países emisores fueron Brasil, Perú y Chile a través de sus entidades corporativas. Además, el gobierno chileno se convirtió en 2019 en el soberano de la región en emitir un bono verde con un cupón del 3,5%, el más bajo de la historia del país (Velloso & Bustillo, 2020). Pero el país no ha detenido la iniciativa medioambiental ahí; en enero de 2020, el emisor soberano consiguió fondos por valor de 3.650 millones de dólares en el mercado europeo y americano (Bruni, 2020).

Asimismo, entidades supranacionales, como el Banco centroamericano de integración económica y el Banco de Desarrollo de América Latina, se unieron a la causa emitiendo bonos para apoyar los sectores de las energías renovables en países como Panamá, Chile y Perú (Velloso & Bustillo, 2020).

6.3. Las crisis económicas actuales de Argentina y Ecuador:

En 2016, bajo el gobierno de Mauricio Macri, el estado argentino entró de nuevo en una recesión económica causada, esta vez, por el sector financiero. En su decimoquinta crisis económica desde 1950, el país latinoamericano se enfrentaba a una creciente inflación, viendo un ritmo de crecimiento en los precios de la economía jamás visto, y a las tasas de interés más altas del mundo en el momento (Mora Alfonsín, 2018). El problema del país recae sobre su "estructura productiva desequilibrada" que le genera restricciones a la hora de hacer frente a las necesidades de inversión, remisión, pago de la deuda y el atesoramiento en divisas extranjeras (Mora Alfonsín, 2018). En 2019, la economía argentina empezaba a ver vestigios de recuperación, pero la pandemia actual ha desbaratado todo plan de reestructuración económica.

Por otro lado, el país ecuatoriano se sumó a la lista de países en crisis económica tras una persistencia del déficit fiscal y de deuda y un aumento del gasto público (Barría, 2019). Con la crisis el gobierno de Ecuador anunció en 2019 lo que denominaron como el "paquetazo". Este paquete de medidas incluía una baja salarial del 20% en contratos temporales, una reducción de las vacaciones del trabajador y una reducción de los aranceles para productos determinados para intentar aumentar la productividad y solventar el déficit sufrido (Barría, 2019). Esto por su lado no fue bien acogido por la población la cual se lanzó a las calles para protestar, aumentando de esta manera la incertidumbre del país.

En términos de deuda ambos países han sufrido bastante en cuanto a los spreads de sus bonos con respecto al bono base en el mercado y se presentan como alternativas bastante arriesgadas para los inversores, los cuales no pueden asegurar una baja incertidumbre sobre la rentabilidad de los títulos que posean en dichas naciones.

6.4. Comparación entre la deuda pública europea y la latinoamericana:

Es importante mencionar la cauta actitud de los gobiernos latinoamericanos frente al incremento de la deuda pública. En 2018, la deuda pública latinoamericana aumentaba a un 60% del PIB de la región (Banco de España, 2019). En un mundo en el que países como Estados Unidos acumulan un total de 18 billones de dólares en deuda pública, una cantidad por encima del PIB de la nación; la estrategia latinoamericana se podría considerar prudente, ante todo (Expansión, 2018).

La precaución latinoamericana se debe destacar, especialmente en momentos como los que vivimos hoy en día. La deuda pública de países europeos como España (95,50% del PIB), Italia (134,80%) y Francia (98,10%) podría ser la causa de un rescate masivo y una tardía recuperación económica en estos países (Expansión, 2018). La explicación tras estas figuras tan considerables reside en el aumento del gasto público de los países europeos y en la confianza sobre la capacidad de refinanciar indefinidamente la deuda existente.

7. El impacto del COVID-19 en la deuda latinoamericana:

El impacto del COVID-19 en las economías mundiales es innegable. El virus ha obligado a paralizar países enteros, entre ellos España, y muchos esperan una de las crisis económicas más severas de los últimos años.

Aún encontrando los países más afectados en otros continentes, Latinoamérica no desconoce los efectos del virus. Países como Brasil, Perú, Méjico y Chile acumulan más de 340,000 casos entre ellos y éstos siguen aumentando. Las políticas aplicadas por los países afectados han tomado una variedad de enfoques (BBC News, 2020).

Por un lado, países como Méjico y Brasil recomiendan practicar el aislamiento social pero no limitan el tráfico de sus habitantes. Sin embargo, en ambos países existen estados que han implementado medidas más estrictas, deteniendo todo comercio no esencial y cerrando escuelas, sitios públicos y sitios de culto (BBC News, 2020).

Por otro lado, encontramos países como Perú, Ecuador, Colombia y Argentina, que adoptaron medidas de confinamiento estrictas desde el principio. Estos países obligan a seguir un plan de aislamiento social, los comercios no esenciales han sido interrumpidos y los ciudadanos tienen el derecho de salir una vez al día durante una hora a hacer deporte o pasear (BBC News, 2020).

Pero ¿Cómo ha afectado la pandemia actual al mercado de la deuda en Latinoamérica? Los efectos de la pandemia sobre el mercado de títulos de deuda no se han hecho esperar en algunos países. Muchos soberanos se han lanzado al mercado de bonos a pedir fondos para afrontar pagos relacionados con la pandemia y reavivar la economía de cada una de las regiones en cuestión.

Chile, Perú y Méjico son unos pocos de los gobiernos que se han lanzado a buscar el dinero de inversores en emisiones de bonos para afrontar esta emergencia. Chile, que ya había realizado las emisiones internacionales correspondientes al año 2020, recaudó un total de dos mil millones de dólares en bonos, tanto en divisa americana como europea, el pasado cinco de mayo (Bruni, 2020).

Por otro lado, Perú ha optado por financiarse a través de créditos y no bonos, incurriendo una de deuda por valor del 12% de su PIB anual. El país no debe endeudarse más, sin embargo, debido a su reserva en caso de catástrofe que acumula mas de cinco mil millones de dólares listos para el desembolso (Latin Finance, 2020).

Los soberanos no son los únicos que se han lanzado a pedir fondos a los inversores en los mercados de títulos de deuda. Diversas entidades corporativas también han pedido fondos a través de emisiones de bonos para hacer frente a esta pandemia. En Colombia, Ecopetrol, una compañía de petróleo, consiguió reunir dos mil millones de dólares en fondos para afrontar la crisis del mercado de la materia prima, la cual atizó a las compañías del sector tras el desplome de sus precios (Bruni, 2020).

En Chile, Codelco, una compañía de minera apoyada por el gobierno chileno, se lanzó al mercado de bonos a pedir 800 millones de dólares para poder afrontar una crisis económica que promete ser devastadora (Bruni, 2020). La compañía no tuvo ningún problema al vender el bono debido a que hubo 13 veces más demanda que la oferta disponible.

Otro problema que se está viendo en el mercado es la reducida capacidad de repago y la falta de liquidez de soberanos y entidades corporativas. Países como Argentina han anunciado su condición de iliquidez, no pudiendo pagar a los acreedores de los bonos con vencimiento este año. El país le plantea a los propietarios de sus títulos un plan de reestructuración de deuda externa, debido a que la estructura actual del país no puede cubrir los pagos necesarios para satisfacer estos contratos (Fest, 2020). Salvo Argentina, ningún otro país de Latinoamérica ha emitido un comunicado público pidiendo una extensión para poder llevar a cabo pagos a sus acreedores.

Debemos hablar también de la caída de las monedas latinoamericanas. Mientras el sol peruano y el peso chileno han conseguido rebotar frente a la caída que muchas divisas de la región sufrieron a principios del 2020, otras como el real brasileño, el peso mejicano o el peso colombiano han caído estrepitosamente. En Brasil se habla de una caída de valor frente al euro del 27,3% desde principios de 2020, sin vestigios de recuperación en un futuro cercano. Mientras, en México (caída del 22%) y en Colombia (caída del 14%) existe una visible curva de recuperación que promete que poco a poco la moneda se recupere a niveles propios de las proyecciones anteriores a la pandemia (Google Finance, 2020).

Para asegurarse que no se quedan estancadas en la deuda, muchas naciones como Perú, Méjico y Brasil han recurrido a estrategias macroeconómicas para solventar y reavivar la situación en sus países. Muchos han bajado el tipo de interés a mínimos históricos. De esta manera, la actividad económica puede recuperarse en caso de que las proyecciones de la pandemia se cumplan (Bruni & Bases, 2020). Otros países como Méjico anunciaron planes con valor de veinte mil millones de dólares para la creación de dos millones de puestos de trabajo (Bruni & Bases, 2020).

7.1. Proyecciones de las economías latinoamericanas:

El inversor del mercado de capitales de Latinoamérica está preocupado sobre el camino que siguen las economías del continente y la capacidad de los soberanos y las empresas de satisfacer los pagos a los acreedores.

Mientras muchos intentan mantener la calma, otros se lanzan a especular lo peor. Carlos Álvaro (2020) reconoce en su artículo para Capital Madrid el temor de muchos, que Latinoamérica rememorará una de sus peores crisis de la deuda y que se aproxima una nueva década perdida. Álvaro explica que en esta nueva crisis demoledora causada por el COVID-19, la región no podrá contar con uno de sus aliados de confianza en el pasado, Estados Unidos. Por ello, el autor cree que la región se podría sumar a una recesión continua en la que los países en cuestión no puedan satisfacer las deudas que tienen con sus acreedores. Y es que los datos presentados por el BID, el CEPAL y el FMI aseguran que el PIB de la región caería del 4,8% al -5,5% en 2020 (Álvaro, 2020).

Además, en 2020 tanto Méjico como Brasil son dos de los cinco países con más deuda venciendo este año (155 y 255 mil millones de dólares respectivamente). Miguel Boggiano (2020) incita a aquellos que posean bonos brasileños a vender al instante. Boggiano explica que el riesgo del país combinado con su déficit público (92%) son dos razones de peso para pensar que el país no tendrá la liquidez suficiente para afrontar los pagos que le corresponden. El autor hace hincapié en la falta de seguridad jurídica y regulatoria en el mercado y asegura que “no está organizado”.

Sin embargo, las entidades internacionales pretenden ayudar a que esto no ocurra con diferentes medidas macroeconómicas destinadas a reavivar algunas economías que están sufriendo tras este parón. Por ello, el FMI ha puesto a disposición de un grupo de 25 países un fondo de contención y alivio de catástrofes. Este tiene un valor de aproximadamente 213,4 millones de dólares. Este fondo se utilizará para que los países en cuestión puedan satisfacer las deudas que tienen con sus acreedores (Bruni & Bases, 2020). Aunque no son cantidades exageradas, para países como los del Caribe, Ecuador o Panamá, estos préstamos son cuantiosos y bien recibidos.

Por otro lado, aunque las proyecciones económicas de la región son negativas para el año 2020, el FMI y el Banco Mundial son de la opinión que los países latinoamericanos serán testigos de un rebote económico en 2021. El FMI prevé que la región obtendrá un crecimiento del 3.4% en dicho año, con países como Méjico o Brasil convirtiendo un crecimiento negativo de más del -5% en 2020 a uno del 3% un año después (Bruni & Bases, 2020).

8. Conclusiones para los inversores:

En esta sección se pretende crear un número de conclusiones para los inversores que se están planteando la inversión en el mercado de deuda de los países latinoamericanos.

Tras un análisis profundo de la evolución de las economías y del mercado de deuda de la región se puede concluir que la evolución de ambos ha sido muy positiva. En 1980, los países latinoamericanos eran ilíquidos y no podían satisfacer las deudas que tenían con sus acreedores. A través del Plan Brady, se reconstruyeron y reestructuraron sus sistemas financieros, dando paso a mercados más regulados, más sólidos y en plena expansión. La crisis de 2008 es un perfecto ejemplo de la solidez financiera de estas naciones porque precisamente en esta crisis la región sufrió un único año de recesión, recuperándose casi al instante en 2009, a diferencia de muchos países europeos. Perú, Chile, Méjico y Brasil resultan ser los países más activos internacionalmente, manteniendo relaciones con países de América del Norte, Asia y Europa. Estos lazos globales les ayudan a diversificar la fuente de sus financiamientos, dejando la posibilidad de caer con uno solo en caso de que éste falle, como ocurrió en 1982.

Además, aún teniendo unos spreads por encima de la base, tanto los bonos de los países *investment grade* como de algunos *high yield* son alternativas muy atractivas para los inversores debido a su alto rendimiento y al crecimiento económico general de la región. Sin embargo, países como Argentina y Venezuela pueden considerarse alternativas con demasiado riesgo. Desde la Casa Rosada del país argentino han visto como el país se ha visto envuelto en una crisis económica desde hace tres años y como sus ratings crediticios y spreads consecuentemente se ven afectados. Venezuela, por su parte, no presenta ninguna garantía estructural para asegurar los pagos a los acreedores, y la tensión política de la nación no es un gran atractivo para los inversores. Esto está reflejado en el spread de sus bonos soberanos, a más de 14.000 puntos base.

Desgraciadamente, la pandemia actual concierne a muchos involucrados en el mercado de la deuda. En Latinoamérica el problema es sobretodo si los países de la región podrán hacer frente a los pagos de deuda y no caer en una nuevo “década

perdida”. Hemos visto que países como Argentina y Brasil están perdiendo toda credibilidad, debido al aumento de su posición ilíquida y su acumulación de déficit público. Sin embargo, existen otras naciones que parecen ir en una dirección sólida, que finalizará en una recuperación económica eventual.

La bajada de tipos de interés de muchos países hará que los cupones de los bonos emitidos sean atractivos, ya que proporcionan un rendimiento por encima del de mercado. El mercado se posiciona de tal manera que, si un inversor tiene confianza en la recuperación de las economías de Latinoamérica y su habilidad para repagar en el futuro, entonces un desembolso a largo plazo en la región puede serle interesante. Sin embargo, siguiendo la lógica de los bonos y la relación inversa que tienen el precio de los bonos y el tipo de interés, esto incrementará el precio de los bonos de los países latinos y en caso de invertir dinero a corto plazo, el inversor obtendrá entre ningún y poco rendimiento. Asimismo, la caída de mercados de materias primas como el del petróleo limita al inversor un desembolso en algunas emisiones corporativas.

Finalmente, tras una profunda revisión de la literatura disponible, periódicos y revistas actuales, podemos concluir que el COVID-19 se presentará como un altibajo en el desarrollo económico de la región. Juntos, con la ayuda de entidades internacionales como el FMI y el Banco Mundial, los países latinoamericanos sufrirán una recesión momentánea en 2020, recuperándose en 2021. Por ello, es recomendable que los inversores se aseguren sobre la estabilidad de su inversión, desembolsando a largo plazo en mercado con capacidad de ahorro y en una divisa suficientemente sólida.

Bibliografía:

Álvaro, C., 16-04-2020, “*Temor empresarial a otra década perdida en Latam*”, Capital Madrid. Encontrado en: <https://www.capitalmadrid.com/2020/4/16/56195/temor-empresarial-a-otra-decada-perdida-en-latam.html>

Banco de España, 14-05-2019, “*Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2019*”, Boletín Económico, Banco de España.

Bankinter Redacción, 11-2017, “*¿Qué es un pagaré?*”, Bankinter. Encontrado en: <https://blog.bankinter.com/economia/-/noticia/2015/8/12/que-pagare>

Bank Julius Baer, s.f. “*Análisis detallado Renta fija/bonos. Información sobre tipos de Instrumentos*” Bank Julius Baer. Encontrado en: <https://www.juliusbaer.com/fileadmin/legal/fixed-Income.pdf>

Barría, C., 09-10-2019, “*Crisis en Ecuador: 4 razones que explican la crisis que llevó a Lenín Moreno a decretar el "paquetazo" que desató las protestas*”, BBC Mundo. Encontrado en: <https://www.bbc.com/mundo/noticias-49978717>

BBC News Mundo, 27-04-2020, “*Coronavirus: el mapa interactivo que muestra las medidas o distintos tipos de cuarentena que adoptaron los países de América Latina*”, BBC News. Encontrado en: <https://www.bbc.com/mundo/noticias-america-latina-52248497>

BBVA, s.f., “*Aula de Banca Privada, Renta Fija III: Gestión de riesgos. Duración y convexidad*”, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, BBVA.

Boggiano, M., 27-04-2020, “*Vendan los bonos de Brasil*”, Ámbito.com. Encontrado en: <https://www.ambito.com/opiniones/brasil/vendan-los-bonos-n5098418>

British Business Bank, 02-2020, “*Business Finance Survey: SME’s*”, BBB. Encontrado en: <https://www.british-business-bank.co.uk/wp-content/uploads/2020/03/2019-Business-Finance-Survey.pdf>

Bruni, J., 07-05-2020, “*Chile taps into improving market conditions for emergency funding*”, Latin Finance – Daily Briefs. Encontrado en: <https://www.latinfinance.com/daily-briefs/2020/5/7/interview-chile-taps-into-improving-market-conditions-for-emergency-funding>

Bruni, J., 23-01-2020, “*Chile comes to dollar market with more green bonds*”, Latin Finance – Daily Briefs. Encontrado en: <https://www.latinfinance.com/daily-briefs/2020/1/23/chile-comes-to-dollar-market-with-more-green-bonds>

Bruni, J., 30-04-2020, “*Codelco raises cash to face crisis*”, Latin Finance – Daily Briefs. Encontrado en: <https://www.latinfinance.com/daily-briefs/2020/4/30/codelco-raises-cash-to-face-crisis>

Bruni, J., 27-04-2020, “*Ecopetrol sells bonds amid historically low oil prices*”, Latin Finance – Daily Briefs. Encontrado en: <https://www.latinfinance.com/daily-briefs/2020/4/27/ecopetrol-sells-bonds-amid-historically-low-oil-prices>

Bruni, j. & Bases, D., “*Latin America moves to mitigate impact of COVID-19*”, Latin Finance. Encontrado en: <https://www.latinfinance.com/daily-briefs/2020/5/18/factbox-51820-latin-america-moves-to-mitigate-impact-of-covid-19#argentina>

Bustillo, I., Frenkel, R., Ocampo, J.A., Stallings, A. & Velloso, H., 05-2014, “*La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica*”, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Bustillo, I., Velloso, H., 12-2003, “*La montaña rusa del financiamiento externo. El acceso de América Latina y el Caribe a los mercados internacionales de bonos desde la*

crisis de la deuda, 1982-2012” Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Bustillo, I. & Velloso, H., 28-02-2020, “*Capital Flows to Latin America and the Caribbean. 2019 Year-in-Review.*”, ECLAC (CEPAL). Encontrado en:

https://www.cepal.org/sites/default/files/news/files/s2000221_en.pdf

Carpintero, M., 01-2020, “*5 Ventajas de Invertir en Bonos*”, Estudiosaad. Encontrado en: <http://estudiosaad.com/?p=304>

Castillo, P., Luna, M., Vega, H., 12-2015 “*Tendencias recientes de las emisiones de bonos en el exterior de empresas en América Latina*”, Banco Central de Reserva del Perú. Encontrado en: <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Revista-Estudios-Economicos/30/ree-30-castillo-luna-vega.pdf>

Cattlin, B., s.f., “*¿Qué es la liquidez del mercado y por qué es importante?*”, IG. Encontrado en: <https://www.ig.com/es/estrategias-de-trading/-que-es-la-liquidez-del-mercado-y-por-que-es-importante--190404#information-banner-dismiss>

Chamberlin, M., 2010, “*EMTA’s 20th Year - A Look Back to: EMTA 1999 to 2007: The EM Debt Trading and Investment Market Matures and Mainstreams*”, Trade Association For The Emerging Markets, EMTA. Encontrado en: <http://www.emta.org/template.aspx?id=58&terms=Chamberlin%2c+Michael>

Cracau, D. & Durán, J., 2016, “*The Pacific Alliance and its economic impact on regional trade and investment*”, Series n.128, ECLAC (CEPAL). Encontrado en: https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/40860/1/S1601207_en.pdf

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

De la Dehesa, g., 09-10-2005, “*El pecado original*”, El País, Crítica: Libros.

Encontrado en: https://elpais.com/diario/2005/10/09/negocio/1128863669_850215.html

ESAN Graduate School of Business, 08-2016, “*Algunos instrumentos de renta fija: letras, pagarés y bonos*”, ESAN. Encontrado en: <https://www.esan.edu.pe/apuntes-empresariales/2016/08/algunos-instrumentos-de-renta-fija-letras-pagares-y-bonos/>

Expansión; Datos Macro, “*Deuda Pública*”, Expansión. Encontrado en: <https://datosmacro.expansion.com/deuda>

Fest, S., 16-04-2020, “*Argentina anuncia que no puede pagar su deuda y presenta una fuerte propuesta a los acreedores*”, El Mundo. Encontrado en: <https://www.elmundo.es/economia/macroeconomia/2020/04/16/5e98ca41fdddf41be8b4623.html>

Funa, D. B., 05-2019, “*Can corporate ratings be higher than the sovereign credit ratings?*”, Business Mirror. Encontrado en: <https://businessmirror.com.ph/2019/06/05/can-corporate-ratings-be-higher-than-the-sovereign-credit-ratings/>

Gobierno del Perú, 2018, “*Deuda pública*”, Gobierno del Perú. Encontrado en: <https://www.gob.pe/932-ministerio-de-economia-y-finanzas-deuda-publica>

IG, s.f., “*Bonos definición*”, IG. Encontrado en: <https://www.ig.com/es/glosario-trading/definicion-de-bonos>

KPMG, s.f., “*Bonos Verdes, Bonos Climáticos, Bonos Sociales y Créditos Verdes*”, KPMG. Encontrado en: <https://home.kpmg/co/es/home/services/advisory/risk-consulting/cambio-climatico-y-sostenibilidad/entrenamiento-en-sostenibilidad-acorde-con-sus-necesidades.html>

Latin Finance, 05-05-2020, “*Perú piles on debt to fight coronavirus*”, Latin Finance – Daily briefs. Encontrado en: <https://www.latinfinance.com/daily-briefs/2020/5/6/peru-piles-on-debt-to-fight-coronavirus>

Linde, L. M., 2012, “*La crisis en Europa: ¿Un problema de deuda soberana o una crisis del euro?*”, (p. 243-256, 1ª Edición), Fundación de Estudios Financieros.

Martínez Fariña, P., 05-2019, “*¿‘High yield’ o ‘investment grade’? Bonos diferentes según su calidad crediticia*”, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, BBVA. Encontrado en: <https://www.bbva.com/es/high-yield-o-investment-grade-bonos-diferentes-segun-su-calidad-credicia/>

Martínez Fariña, P., 03-2019, “*La emisión de un bono paso a paso*”, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, BBVA. Encontrado en: <https://www.bbva.com/es/la-emision-de-un-bono-paso-a-paso/>

Marqués Solla, M., 04-2019, “*Ventajas de la diversificación de las fuentes de financiación*”, Finanzarel. Encontrado en: <https://www.finanzarel.com/blog/ventajas-de-la-diversificacion-de-las-fuentes-de-financiacion/>

Ministerio de Economía y Finanzas, “*¿Qué son las letras?*”, Gobierno de la República del Perú. Encontrado en: <https://www.mef.gob.pe/es/titulos-del-tesoro/letras-del-tesoro-publico>

Ministerio de Hacienda de Chile, 2019, “*Composición de la deuda*”, Gobierno de Chile. Encontrado en: <https://www.hacienda.cl/oficina-de-la-deuda-publica/estadisticas/composicion-de-la-deuda.htmlv>

Mora Alfonsín, L., 09-2018, “*¿Por qué Argentina está, otra vez, en crisis?*”, Nueva Sociedad. Encontrado en: <https://www.nuso.org/articulo/por-que-argentina-esta-otra-vez-en-crisis/>

Newman, J.P., 10-2015, “*Respaldo Nafinsa: LIQUIDEZ EN EL MERCADO DE BONOS*”, Nacional Financiera. Encontrado en: <http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2015/10/JuanPabloNewman.pdf>

Ruiz, J., 18-10-2019, "*Mercado de Renta Fija: características y situación actual*", Renta4 Blog. Encontrado en: <https://blog.r4.com/que-es-renta-fija/>

Toussaint, E., 05-2003, “*Las crisis de la deuda externa de América Latina en los siglos XIX y XX*”, CADTM

Trading for everyone, s.f. “*Tipos de bonos*”, Trading for everyone. Encontrado en: <https://www.trading-for-everyone.com/bonos/tipos/>

Universidad Nacional Autónoma de México, s.f. “*Mercados e Instrumentos Financieros, Análisis de Riesgo y Portafolios de Inversión*”, UNAM. Encontrado en: <http://www.economia.unam.mx/profesores/blopez/Riesgo-Pres2.pdf>

Van Agtmael, A. W., 11-2005 “*Underwriting de una emisión de acciones o bonos en un mercado de valores de reciente creación, II*”, Contaduría Universidad de Antioquia. Consultado el 24 de abril de 2020

Veselovsky, M., 1996, “*Quince años de desempeño económico. América Latina y el Caribe 1980-1995*” (1ª Edición), Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).