

# Los mercados de bonos latinoamericanos en moneda local: una panorámica<sup>1</sup>

Serge Jeanneau<sup>2</sup> y Camilo E. Tovar<sup>3</sup>

## 1. Introducción

Durante gran parte de la historia reciente de América Latina, sus mercados de títulos de deuda locales no han conseguido desarrollarse por culpa de una serie de obstáculos relacionados con las políticas y las estructuras de la región. La gama resultante de deuda local pública y privada, en su mayoría a corto plazo e indexada al dólar, agravó las crisis financieras de la región durante los años 90 y a comienzos de la presente década.

En los últimos años, sin embargo, los mercados de bonos locales se han convertido en una fuente de financiación en auge para las economías latinoamericanas y han brindado oportunidades de diversificación a los inversionistas internacionales (véase el Gráfico 1). De este modo, ha quedado en entredicho la teoría de que los países de la región no pueden endeudarse en moneda local a largo plazo, lo que a veces se conoce como la hipótesis del «pecado original»<sup>4</sup>. La expansión de estos mercados ha reflejado el esfuerzo consciente de las autoridades de la mayoría de estos países para reducir su vulnerabilidad ante perturbaciones externas adversas. En este sentido, uno de sus principales objetivos ha sido el fortalecimiento de las condiciones de demanda de la deuda local, que ha sido posible gracias a la introducción de políticas macroeconómicas más estables, la adopción de sistemas de pensiones financiados y gestionados por el sector privado, y la eliminación de obstáculos a la inversión extranjera. También se han emprendido iniciativas por el lado de la oferta, por ejemplo un giro gradual de la deuda pública hacia el mercado local, la consecución de mayor transparencia y previsibilidad en las emisiones, además de medidas para crear títulos de referencia líquidos. Todas estas iniciativas se han visto favorecidas por una coyuntura externa especialmente propicia, por los elevados precios de las materias primas (beneficiosos para las cuentas internas y externas) y por la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversionistas internacionales. Pese al progreso realizado hasta ahora, aún quedan grandes retos para mejorar el acceso del sector privado al mercado.

Partiendo de fuentes de datos nacionales, este artículo documenta los logros alcanzados hasta ahora en el desarrollo de mercados de bonos domésticos en los siete mayores países de la región. Este artículo se estructura de la siguiente manera: la Sección 2 analiza la importancia de contar con mercados de bonos más desarrollados para la estabilidad financiera; la Sección 3 presenta los factores que explican el subdesarrollo histórico de los mercados de bonos en la región, resume las principales características de estos mercados y analiza algunos de los elementos que han favorecido su reciente expansión; y la Sección 4 recoge nuestras conclusiones.

---

<sup>1</sup> Las opiniones expresadas en este artículo son las de sus autores y no reflejan necesariamente las del BPI. Quisiéramos agradecer los comentarios de Philip Turner y Michela Scatigna, la labor de investigación realizada por Rodrigo Mora y la ayuda editorial que nos ha prestado Alejandra González.

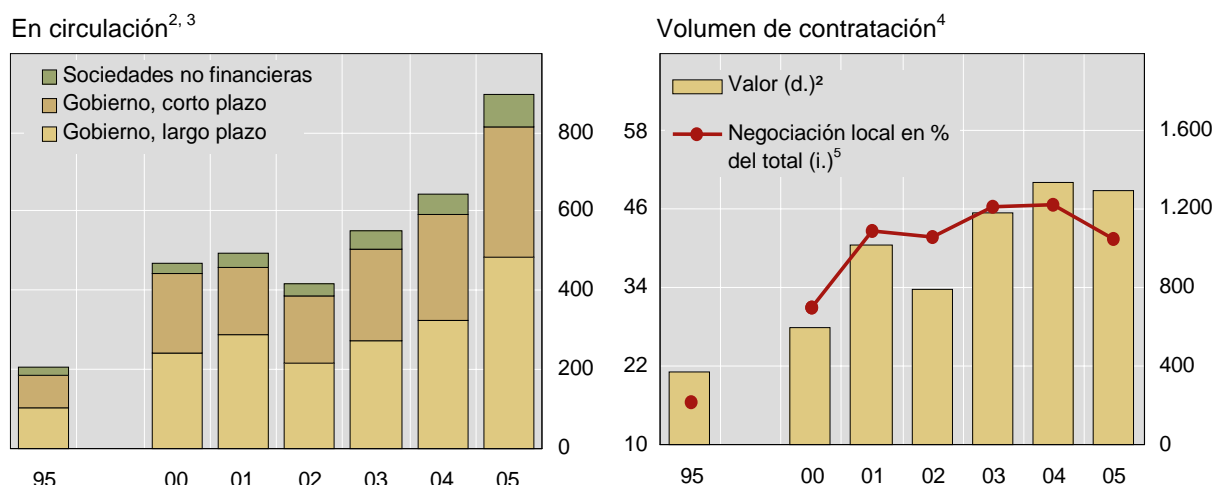
<sup>2</sup> Banco de Pagos Internacionales; serge.jeanneau@bis.org.

<sup>3</sup> Banco de Pagos Internacionales; camilo.tovar@bis.org.

<sup>4</sup> Los diversos argumentos del debate sobre el «pecado original» se recogen en Eichengreen y Hausmann (2005) y en el Apéndice B de Goldstein y Turner (2004).

Gráfico 1

### Deuda local en América Latina<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. <sup>2</sup> En miles de millones de dólares de EEUU. <sup>3</sup> Al final del periodo. <sup>4</sup> Total anual. <sup>5</sup> Operaciones nacionales e internacionales.

Fuentes: EMTA; datos nacionales.

## 2. El valor de los mercados de bonos locales

El principal beneficio que aporta el desarrollo de mercados de bonos locales es que hacen los mercados financieros más completos y eficientes, lo que permite a los agentes económicos diversificar mejor sus riesgos, contribuyendo así a la estabilidad de los mercados financieros del país.

Los mercados de bonos son cruciales para el desarrollo de un sistema financiero eficiente, al permitir que las tasas de interés del mercado reflejen el coste de oportunidad de los fondos para una amplia gama de vencimientos. En las economías donde dichos mercados no están bien desarrollados, las tasas de interés pueden no estar determinadas por criterios competitivos y por tanto no mostrar el verdadero costo de financiación. La disponibilidad de una gran variedad de activos financieros permite además a los ahorradores e inversionistas tomar sus decisiones en función de sus preferencias y condiciones, algo fundamental para el buen funcionamiento del proceso de intermediación. La amplitud de los canales financieros también puede mejorar las oportunidades para diversificar las inversiones, lo que debería repercutir positivamente en el ahorro y la inversión.

El desarrollo de los mercados de bonos también ayuda a crear un sistema financiero mejor diversificado y más firme, al ampliar la gama de estructuras financieras disponibles. La escasez de activos financieros puede dar lugar a inversiones potencialmente arriesgadas. Por ejemplo, si las empresas o los hogares se muestran incapaces de financiar la adquisición de activos a largo plazo con deuda de vencimiento similar, sus decisiones pueden quedar sesgadas hacia el corto plazo. Si los prestatarios financian sus inversiones a largo plazo con deuda a corto, quedarán expuestos a descalces importantes entre sus activos y sus pasivos. En cambio, si las empresas intentan compensar la ausencia de un mercado de bonos local recurriendo al préstamo en el mercado internacional, pueden exponerse de forma excesiva al riesgo de divisas. Aunque no es posible ni recomendable eliminar por completo los descalces de moneda o de vencimiento en un sistema financiero, el desarrollo de una gama más completa de activos debería ayudar a los agentes económicos a seleccionar aquellas estructuras financieras que mejor se adapten a sus circunstancias, reduciendo por tanto cualquier descalce indeseado.

El avance de los mercados de deuda locales también ayudaría a reducir la concentración de la intermediación en el sistema bancario<sup>5</sup>. Las crisis bancarias de los años 90 han solidado causar daños muchos mayores en países donde el riesgo de crédito corporativo se concentraba en la banca comercial. Así pues, la existencia de un mercado de bonos activo ofrecería a las empresas una alternativa de financiación en caso de que los bancos se la negaran, reduciendo con ello los posibles efectos adversos que tendría para la economía un estrangulamiento del crédito bancario (lo que a menudo se conoce como la hipótesis de «la rueda de repuesto»). Además, la presencia de intermediarios no bancarios puede aumentar la competencia y ayudar a reducir los márgenes de intermediación.

El desarrollo de mercados de activos subyacentes líquidos es esencial también para la creación de instrumentos que transfieran el riesgo de liquidez, como por ejemplo los contratos de derivados, que permiten repartir el riesgo por el sistema financiero entre las entidades mejor capacitadas para asumirlo y gestionarlo, lo que en principio debería fortalecer el sistema. La existencia de instrumentos de cobertura líquidos también debería facilitar el papel de los bancos en la transformación de vencimientos, al disponerse de más fondos para más vencimientos. Estos instrumentos son ahora tanto más necesarios cuanto que la liberación de las cuentas financiera y de capital hace más volátiles las tasas de interés y los tipos de cambio.

El fomento de los mercados de deuda también puede favorecer la operativa de la política monetaria. Como destaca Turner (2002), el buen funcionamiento de los mercados monetarios es esencial para la correcta transmisión de la política monetaria, especialmente desde que los bancos centrales recurren en mayor medida a instrumentos de control indirectos. Asimismo, los precios del mercado de bonos a largo plazo ofrecen información inestimable sobre la probable evolución macroeconómica y sobre las reacciones del mercado ante las medidas adoptadas por las autoridades monetarias.

Por último, los mercados de bonos en moneda local permiten financiar los déficits fiscales sin crear presiones inflacionistas (Turner (2002) y Banco Mundial (2001)).

### **3. Los mercados de bonos en América Latina**

Al analizar el desarrollo de los mercados de bonos en América Latina y sus implicaciones para la estabilidad financiera, hay que tener presente los motivos de su subdesarrollo y los factores que han propiciado su reciente expansión. A continuación, se analizan brevemente ambos aspectos<sup>6</sup>.

#### **3.1 El subdesarrollo histórico de los mercados de bonos locales**

Los mercados de bonos locales no lograron desarrollarse durante gran parte de la historia reciente de América Latina debido a una serie de impedimentos relacionados con las políticas y las estructuras de la región.

En primer lugar, su deficiente gestión macroeconómica, plasmada en los elevados déficits fiscales y niveles inflación, ha disuadido a los gobiernos y a otros prestatarios de introducir títulos de deuda a largo plazo estándar en el mercado local<sup>7</sup>. Las expectativas de inflación

---

<sup>5</sup> Para saber más sobre los sistemas bancarios de América Latina, véase BPI (2007).

<sup>6</sup> Véase BID (2006) para conocer mejor el historial de deuda de América Latina.

<sup>7</sup> Un estudio de Burger y Warnock (2003) muestra que las elevadas y variables tasas de inflación de las economías emergentes impiden el desarrollo de mercados de bonos domésticos. Borensztein et al (2006b)

tan enraizadas hicieron que los prestamistas sólo proporcionaran financiación en moneda local para vencimientos muy cortos o con rendimientos indexados a la inflación, a las tasas de interés a corto plazo o a divisas.

En segundo lugar, la ausencia de una base inversora amplia y diversificada ha impedido el desarrollo de mercados de bonos profundos. Hasta finales de los años 90, la inversión institucional apenas estuvo presente en la mayoría de las economías de mercado emergente (a excepción de Chile), como demuestra el hecho de que los inversionistas institucionales de la región gestionaran muchos menos activos (en porcentaje del PIB) que los de las economías industriales<sup>8</sup>. Incluso en aquellos casos en los que la inversión institucional estaba suficientemente desarrollada, las restricciones sobre las tenencias de ciertos activos, es especial para los títulos con baja calificación o del sector privado, han reducido las oportunidades de inversión.

En tercer lugar, los mercados primarios se han visto dañados por ineficiencias que han encarecido la emisión local, como por ejemplo los largos procedimientos de registro y los mecanismos de suscripción poco competitivos. Estas ineficiencias se produjeron aun cuando en algunos países el costo directo de la emisión local era menor que el de la internacional (Mathieson et al (2004)). La emisión en mercados primarios también se ha visto deslucida por la existencia de controles de capital o de regulación que prácticamente vetaba el acceso de los inversionistas extranjeros a los mercados locales.

En cuarto lugar, diversas políticas o restricciones de carácter regulador han impedido el desarrollo de la liquidez en los mercados secundarios<sup>9</sup>. La operativa de la política monetaria ha creado en algunos casos un exceso de volatilidad en los mercados monetarios, exacerbando con ello el riesgo de liquidez para los intermediarios. Restricciones como los controles sobre la tasa de interés o la regulación en materia de inversión han retraído la negociación activa, al igual que han hecho los impuestos sobre las operaciones y en origen. Asimismo, la liquidez del mercado se ha visto restringida por la falta de infraestructuras adecuadas para la negociación de deuda pública, como por ejemplo un sistema que obligue a los agentes primarios a proporcionar precios de compra y de venta o la disponibilidad de acuerdos con pacto de recompra («repos») y de derivados de tasas de interés.

Por último, en muchos países ha faltado la infraestructura necesaria para el desarrollo de los títulos del sector privado, debido entre otros a la ausencia de títulos gubernamentales de referencia a largo plazo para valorar correctamente las obligaciones corporativas, la insuficiente protección de los derechos de propiedad, la laxitud de las normas contables y las deficiencias en el gobierno corporativo. A todo ello hay que sumar la escasa implantación de las agencias de calificación crediticia, lo cual ha limitado el análisis del riesgo de crédito corporativo.

---

realizan un análisis econométrico para identificar factores que expliquen el subdesarrollo de los mercados de bonos en América Latina y encuentran que unas pocas variables de las políticas y algunos aspectos idiosincrásicos de los países explican el 70% de la diferencia entre la capitalización del mercado de bonos en América Latina y la de los países industriales. Así, variables como la estabilidad macroeconómica (medida por la volatilidad del tipo de cambio), la apertura económica, la protección al inversionista y el costo de garantizar el cumplimiento de los contratos pueden explicar una cuarta parte de la diferencia de capitalización entre ambas regiones. Sin embargo, los autores no logran hallar una relación económica significativa para variables como el régimen cambiario, la presencia o ausencia de controles de capital, el nivel de deuda pública, la concentración bancaria o los diferenciales bancarios.

<sup>8</sup> En Chile, los activos en manos de fondos de pensiones han ido creciendo gradualmente desde comienzos de la década de los 70 hasta rondar el 70% del PIB en 2004, mientras que en otros países esta proporción era mucho menor, desde el 6% del PIB en el caso de México hasta el 14% del PIB en Argentina (Crabbe (2005)).

<sup>9</sup> Mohanty (2002) profundiza en este tema.

### 3.2 Principales características de los mercados de bonos en América Latina<sup>10</sup>

La emisión de títulos locales se ha ampliado con rapidez en América Latina a lo largo de la última década (véase el Gráfico 1)<sup>11</sup>. Para los siete países más grandes de la región, la emisión de estos valores por los gobiernos centrales y las sociedades no financieras creció un 337% entre finales de 1995 y finales de 2005, hasta alcanzar los 895.000 millones de dólares, aproximadamente el 40% del PIB agregado de estos países. A modo de comparación, el volumen total emitido por estos mismos prestatarios en los mercados internacionales en ese mismo periodo creció un 65%, hasta los 264.000 millones de dólares. Así pues, los mercados de renta fija local se han convertido en la principal fuente de financiación para los sectores público y privado (véase Mathieson et al (2004)).

Cuadro 1

#### Tamaño de los mercados de títulos locales de renta fija en América Latina, 2005

	Volumen de títulos de renta fija		De los cuales:		
			Gobierno, corto plazo	Gobierno, largo plazo	Empresas no financieras, largo plazo
	Mil millones de USD	% del PIB	Mil millones de USD	Mil millones de USD	Mil millones de USD
Argentina	59,7	33	5,1	43,8	10,8
Brasil	583,4	74	226,7	318,2	38,5
Chile	39,8	35	9,2	17,3	13,3
Colombia	38,7	32	0,9	33,2	4,6
México	158,5	21	52,0	89,1	17,4
Perú	7,9	10	1,4	4,3	2,2
Venezuela	7,2	5	3,4	3,7	0,1
<b>Total</b>	<b>895,2</b>	<b>41</b>	<b>298,7</b>	<b>509,6</b>	<b>86,9</b>
<i>Pro memoria:</i>					
<i>Estados Unidos</i>	<i>9.043,5</i>	<i>72</i>	<i>1.474,5</i>	<i>4.873,3</i>	<i>2.695,7</i>

Nota: la categoría «Empresas no financieras» no incluye títulos emitidos por entidades financieras.

Fuentes: Fedesarrollo; autoridades nacionales; BPI.

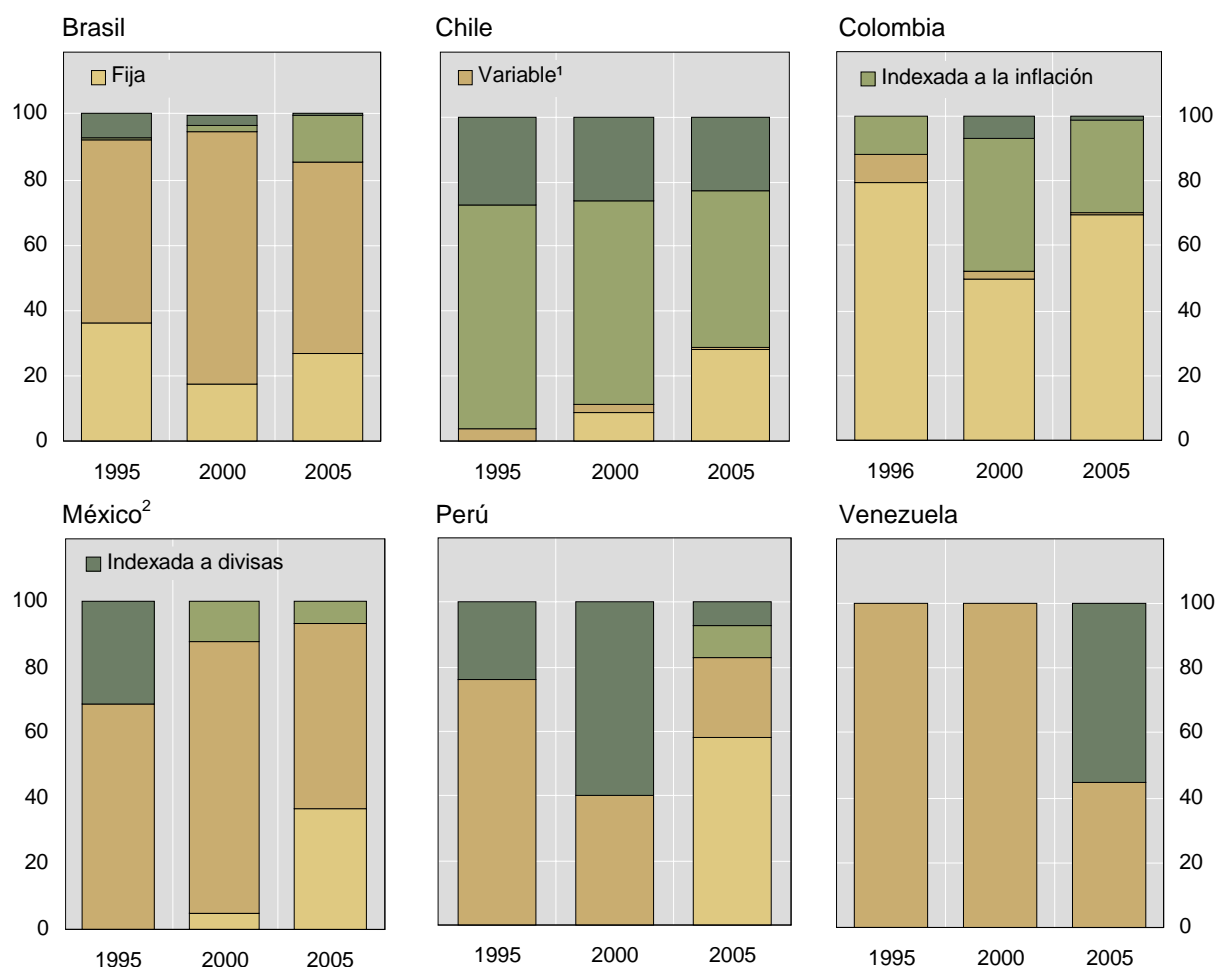
<sup>10</sup> Esta sección se basa en Jeanneau y Tovar (2006). Para saber más sobre los mercados de bonos en otras regiones, consúltese Turner (2006), Borensztein et al (2006a) y Jiang y McCauley (2004).

<sup>11</sup> En el momento de redactar este documento, no se disponía de datos totalmente consistentes entre países sobre mercados de deuda local en América Latina. Por tanto, hemos compilado datos comparables sobre los títulos de deuda pública y empresarial no financiera de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. Por emisión local se entiende valores emitidos en los mercados nacionales, ya sea en la moneda local o en divisas. Se ha excluido la emisión por parte de entidades financieras dada la limitada cobertura de los datos disponibles.

Hoy en día, en América Latina estos mercados se caracterizan por seis aspectos principales, que se resumen a continuación.

En primer lugar, su tamaño es muy variado (véase el Cuadro 1). Brasil es con diferencia el mercado más grande, con títulos en circulación por valor de 583.000 millones de dólares a finales de 2005 (es decir, el 74% de su PIB). Le sigue en términos absolutos el mercado mexicano, con 159.000 millones de dólares en títulos en circulación, aunque en términos de PIB es bastante menor que el de Brasil (21%). Los mercados de deuda de otros países son mucho más pequeños en términos absolutos, aunque algunos son razonablemente extensos en relación al PIB.

Gráfico 2  
**Composición de la deuda pública de América Latina**  
 En porcentaje



<sup>1</sup> El grupo de títulos de deuda a interés variable incluye instrumentos con diversas características. <sup>2</sup> Incluye Brems y Cetes como instrumentos a interés variable.

Fuente: datos nacionales.

En segundo lugar, los emisores del sector público son los que predominan en este segmento del mercado (véase el Gráfico 1). Los gobiernos centrales de los siete países más grandes de la región habían emitido a finales de 2005 obligaciones negociables por valor de 808.000 millones de dólares. En cambio, los mercados de deuda corporativa están mucho menos desarrollados, pues aunque pueden representar en algunos casos hasta el 40%–50% de sus respectivos mercados de deuda pública (como ocurre en Chile y Perú), sólo alcanzan los 87.000 millones de dólares para el conjunto de la región. Además, incluso

en aquellos países donde los mercados de títulos corporativos están más desarrollados, la actividad se reduce a las empresas más prestigiosas. Con todo, se ha avanzado bastante en el desarrollo de este segmento, como ilustra la expansión de la actividad de titulización en la región (véase el Recuadro 1).

En tercer lugar, los títulos a interés variable e indexados a la inflación siguen representando una gran proporción del total de deuda pública en circulación, si bien se ha producido un cambio significativo en su composición. Como se observa en el Gráfico 2, la deuda ligada a divisas ha ido abandonándose progresivamente en países como Brasil y México, en el marco de programas destinados a reducir la vulnerabilidad del país frente al exterior. Las principales excepciones en este sentido han sido Argentina y Venezuela<sup>12</sup>. Asimismo, la proporción de títulos de deuda a interés fijo ha aumentado en la mayoría de países, especialmente en México, donde se acercó al 40% a finales de 2005 (frente a menos del 5% registrado en el año 2000), y en Brasil, donde representa casi el 30% de las obligaciones negociables (frente al 15% en 2000).

En cuarto lugar, se ha producido una extensión gradual de la estructura de vencimientos de la deuda pública en moneda local, en parte al pasarse de bonos de corto plazo a bonos a interés fijo y al alargar su vencimiento<sup>13</sup>. El Gráfico 3 muestra los esfuerzos de algunos gobiernos por alargar el vencimiento de su deuda a interés fijo en moneda local y en él se observa que la mayoría de los países han sido capaces de hacerlo. Desde 2006, México y Perú han logrado emitir bonos a 30 años, todo un logro teniendo en cuenta el alto grado de dolarización de este segundo país. Brasil también ha logrado importantes avances durante los últimos años, como demuestra su emisión de bonos globales a 20 años. Colombia, por su parte, tras haber emitido deuda a 10 años de forma habitual, acaba de introducir bonos a 15 años, mientras Chile ha lanzado títulos a 10 años en un esfuerzo por reducir el grado de indexación de su mercado de deuda pública. La emisión a largo plazo también se ha desarrollado en Venezuela, debido en parte al exceso de demanda interna resultante de sus controles de capital. La mayor disponibilidad de bonos a más largo plazo comienza a permitir ahora una mejor aproximación a la curva de tasas de interés. El Gráfico 4 representa los tipos de interés a corto y largo plazo disponibles para los países enumerados.

A pesar del progreso observado en la región, el volumen de títulos a interés fijo para vencimientos largos continúa siendo limitado en muchos casos, como refleja la relativa estabilidad del vencimiento medio ponderado de las nuevas emisiones (véase el Gráfico 3). El vencimiento medio de la nueva deuda pública en los dos mayores mercados (Brasil y México) se situaba respectivamente en 56 y 31 meses a finales de 2006.

En quinto lugar, la negociación de títulos domésticos en el mercado secundario, que suele utilizarse como indicador de la liquidez, se ha ampliado en los últimos años (véase el panel derecho del Gráfico 1), si bien permanece baja con relación a los mercados más asentados (véase el Cuadro 2). Los datos de la Emerging Markets Trade Association (EMTA) muestran que en 2005, sus bancos miembros contrataron títulos locales de los siete mayores países de la región por un importe anual de 1,3 billones de dólares, es decir 1,6 veces el volumen de deuda pública en circulación, por debajo de la actividad en otros mercados más maduros. Aunque los datos no sean completamente comparables, la negociación de títulos del Tesoro de Estados Unidos ese mismo año alcanzó 139 billones de dólares, 22 veces el volumen de los títulos correspondientes. Además, dentro de América Latina, se constatan considerables diferencias en cuanto a la actividad en los mercados secundarios. Así, mientras que el

---

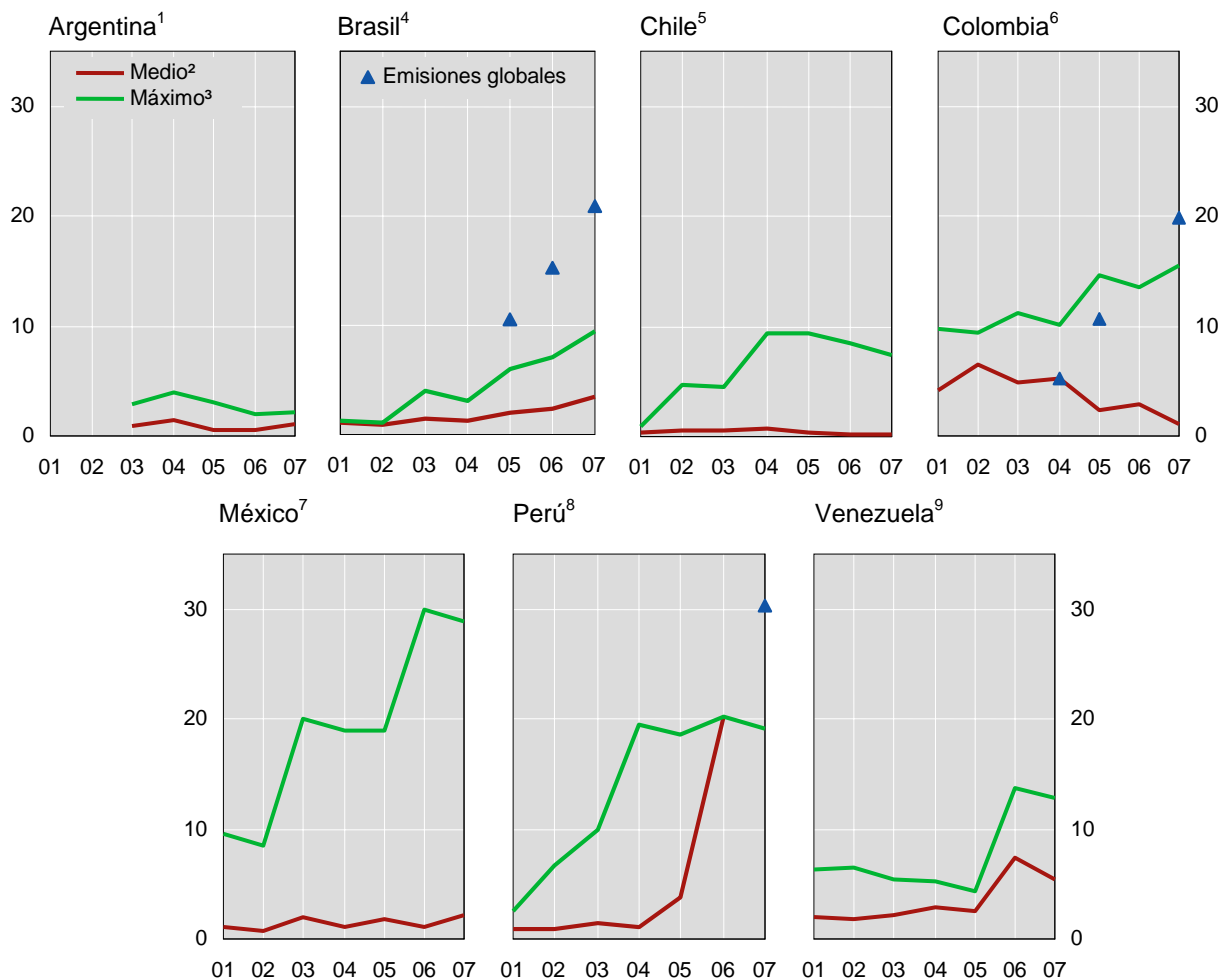
<sup>12</sup> En Argentina, que no aparece en el Gráfico 2, la deuda ligada a divisas ha servido para recuperar el acceso al mercado tras la suspensión de pagos del país en 2001.

<sup>13</sup> En algunos países, también ha influido la extensión del vencimiento de la parte de la deuda que está indexada a las tasas de interés a corto plazo o a la inflación.

volumen de contratación anual de títulos mexicanos es cinco veces mayor que el volumen en circulación, en el caso de Perú y Venezuela es inferior.

Gráfico 3  
**Vencimientos de la deuda pública nacional  
 en moneda local a interés fijo**

En años



<sup>1</sup> Incluye letras del Tesoro (excepto las emitidas el 14 de febrero de 2002), Lebac y Nobac. <sup>2</sup> Media de las nuevas emisiones ponderada por la emisión total (excluidas las emisiones globales). <sup>3</sup> Vencimiento residual al final del año (para 2007, 4 de agosto de 2007) de la emisión con el vencimiento pendiente más largo (excluidas las emisiones globales); sólo para bonos emitidos desde 2001 en adelante. <sup>4</sup> LTN, NTN-F y emisiones globales. <sup>5</sup> Emisiones del banco central. <sup>6</sup> TES y emisiones globales; incluye sólo emisiones locales del Gobierno. <sup>7</sup> Cetes y bonos del Gobierno. <sup>8</sup> Certificados de depósito, letras del Tesoro y bonos del Gobierno (menos los emitidos el 13 de octubre de 2004 y el 31 de enero de 2005). <sup>9</sup> Letras del Tesoro y bonos del Gobierno.

Fuentes: Bloomberg; datos nacionales.

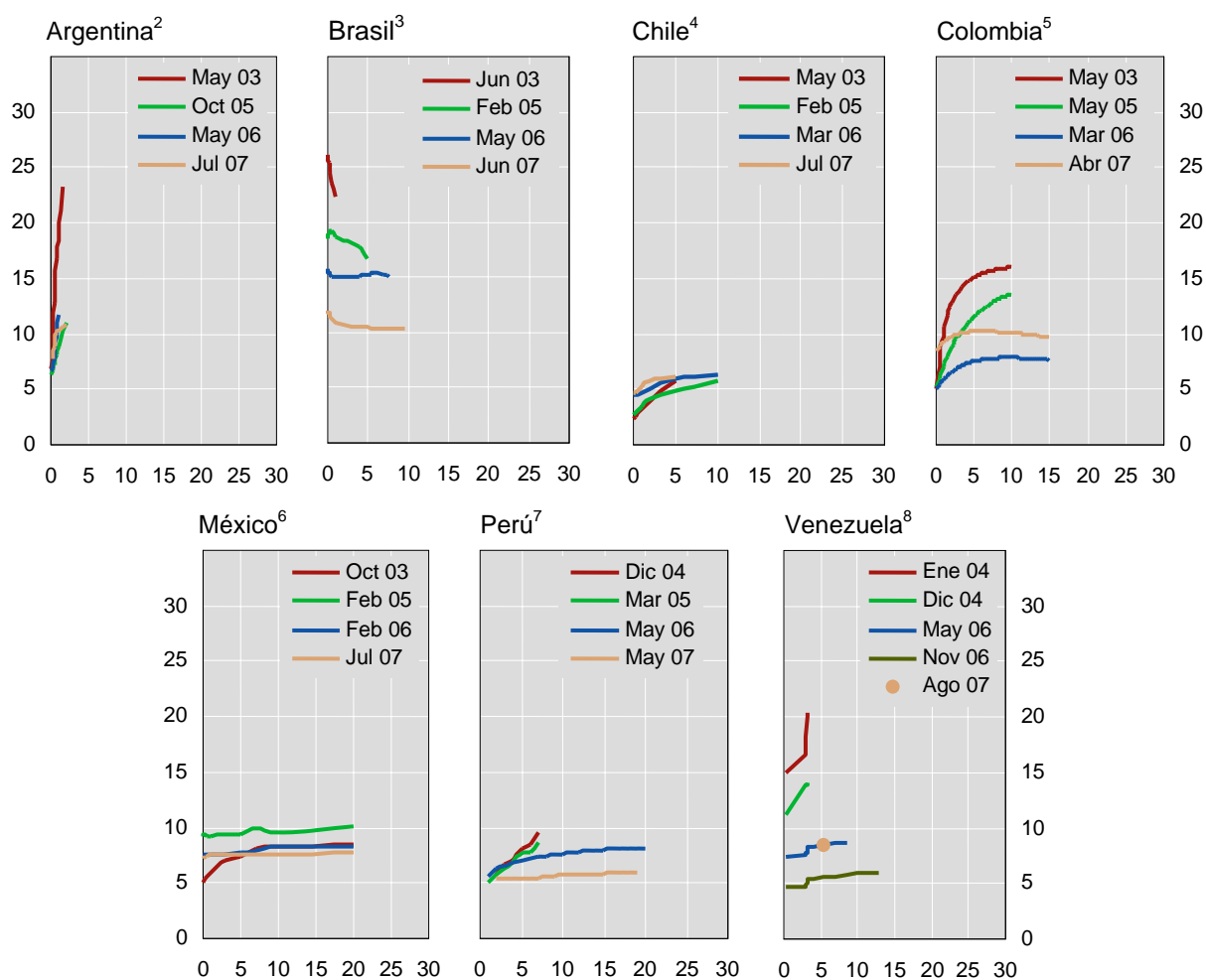
La liquidez también tiene otras dimensiones importantes, como el tensionamiento del mercado, es decir, la eficiencia con la que pueden negociar los participantes del mercado<sup>14</sup>.

<sup>14</sup> Igual importancia reviste el «aguante» del mercado, es decir, su capacidad para reaccionar ante perturbaciones, aunque es difícil valorar esta dimensión si no se dispone de series temporales más largas. Véase CGFS (2007).

Como muestra el Cuadro 2, los mercados locales de deuda pública a interés fijo no parecen muy «tensos» con relación al mercado estadounidense. De hecho, los diferenciales entre el precio de compra y de venta, que dan idea de los costos que soportan los participantes en el mercado al realizar sus operaciones, son significativamente más altos en América Latina que en Estados Unidos<sup>15</sup>. En este ámbito también se constatan diferencias entre los países de la región: mientras que estos diferenciales son estrechos en el caso de Colombia y México, siguen siendo bastante amplios en Argentina, Perú y Venezuela.

Gráfico 4  
Curvas de rendimientos de la deuda pública nacional  
en moneda local a interés fijo<sup>1</sup>

En porcentaje



<sup>1</sup> Vencimientos residuales en años. <sup>2</sup> Lebac. <sup>3</sup> Tasas swaps; deuda pública a largo plazo (NTN-F).  
<sup>4</sup> Emisiones del banco central. <sup>5</sup> Curva de rendimientos cupón cero. <sup>6</sup> Cetes y bonos del Gobierno. <sup>7</sup> Bonos del Gobierno, mercado secundario. <sup>8</sup> Bonos del Gobierno (Vebonos y TIF); última subasta del mes.

Fuente: datos nacionales.

<sup>15</sup> A modo de referencia, los diferenciales entre el precio de compra y de venta en los mercados asiáticos de deuda pública oscilan entre 1 a 2 puntos básicos en el caso de Corea, la India y Singapur, hasta los 7 de Indonesia (véase Jiang y McCauley (2004)).

Cuadro 2

**Indicadores de liquidez en el mercado secundario  
de deuda pública local en 2005**

	Contratación anual		Diferencial precio compra-venta	Tamaño medio de la operación con relación al diferencial precio compra-venta
	Mil millones de USD	Porcentaje de títulos en circulación		
Argentina	91,5	187	10–50 pb sobre bono a interés fijo e indexado a la inflación	1m USD
Brasil	433,0	79	5 pb sobre bono a interés fijo	10–50m BRL
Chile	26,0	98	5 pb sobre bono a interés fijo	100m CLP
			5–10 pb sobre bono indexado a la inflación	100.000 UF
Colombia	45,0	132	3–5 pb sobre bono a interés fijo	2.000m COP
México	696,7	494	3–5 pb sobre bono a interés fijo	50–100m MXN
			5–15 pb sobre bono indexado a la inflación	5–10m MXN
Perú	2,6	46	10–20 pb sobre bono a interés fijo	1m USD
Venezuela	2,8	39	50–100 pb sobre bono a interés variable	2.400m VEB
<b>Total</b>	<b>1.297,6</b>	<b>160</b>	...	...
<i>Pro memoria: Estados Unidos</i>	<i>138.756,0</i>	<i>2.186</i>	<i>0,8–1,6 pb sobre bono a interés fijo</i>	<i>25m USD</i>

Nota: para los países de América Latina, los datos sobre volúmenes de contratación anuales corresponden a las operaciones en el mercado secundario declaradas a EMTA por los principales intermediarios y sociedades de gestión de fondos. En el caso de Estados Unidos, corresponde a las operaciones entre intermediarios en títulos del Tesoro de EEUU, según recoge el suplemento estadístico del *Federal Reserve Bulletin*.

Fuentes: Sack y Elsasser (2004); Junta de la Reserva Federal; FMI; Citigroup; EMTA, JPMorgan Chase; BPI.

En sexto y último lugar, aunque en la región por ahora no se negocia activamente con contratos de derivados sobre el bono gubernamental de referencia, la contratación de derivados a corto plazo y *swaps* sobre tasas de interés se está desarrollando con rapidez en los principales países. En Brasil, la inversión en renta fija se realiza en gran medida en los mercados de futuros y de *swaps* a un día, y no tanto en el mercado al contado<sup>16</sup>. Esto explica la gran expansión de la negociación bursátil con derivados en los últimos años, alcanzándose 8,8 billones de dólares en 2006, frente a los 2,6 billones registrados en 2000<sup>17</sup>.

<sup>16</sup> Véase en Amante et al (2007) un análisis sobre la función que juegan los derivados en el mercado brasileño.

<sup>17</sup> Compárese esa cifra con la actividad bursátil en Estados Unidos, que alcanzó 750 billones de dólares en 2005.

En México, donde la actividad bursátil en títulos de renta fija no supera las tasas de interés interbancarias, se alcanzó el billón de dólares de contratación en 2005, mientras que en el año 2000 apenas se registraba actividad. En cambio, en este país se observa un creciente interés por los contratos a plazo y los *swaps* sobre divisas negociados en mercados no organizados (*over the counter*, OTC). Este tipo de instrumentos permite a los inversionistas y emisores extranjeros protegerse frente al riesgo de divisas y de tasas de interés que conllevan los bonos en moneda local, facilitando así su participación en estos mercados<sup>18</sup>.

### **3.3 Determinantes de la reciente expansión de los mercados de bonos locales**

El atractivo de la deuda en moneda local como activo de inversión ha crecido gracias a una serie de factores, como la mejora de las políticas y el desempeño de la región, así como el proceso internacional de diversificación de carteras<sup>19</sup>.

#### **3.3.1 Factores endógenos: cambios en las políticas públicas**

La estructura de los títulos locales de los sectores público y privado agravó las crisis registradas en los países de la región durante la década pasada y la actual. En estos episodios, la retirada de la inversión extranjera ejerció una considerable presión a la baja sobre las monedas de distintos países, forzando con ello a las autoridades a elevar considerablemente las tasas de interés oficiales. Ante el corto vencimiento de la deuda tanto pública como privada, el endeudamiento se encareció significativamente, desmejorando así las posiciones fiscales y los balances corporativos. También se vieron muy afectados los países que más dependían de la deuda en moneda extranjera. La depreciación de los tipos de cambio revalorizó extraordinariamente en términos de moneda local los títulos de deuda gubernamental y corporativa. Así pues, las políticas gubernamentales se fijaron como objetivo el desarrollo viable de mercados de bonos locales con el fin de asegurar una fuente de financiación más estable en moneda local.

Un factor importante para fortalecer la demanda de deuda local ha sido la búsqueda de políticas macroeconómicas de estabilización. Los nuevos marcos de política monetaria, a menudo basados en sistemas con objetivos de inflación, han permitido un descenso sostenido de la inflación (véase el Gráfico 5). Al mismo tiempo, los gobiernos han conseguido controlar en general sus déficits fiscales. Así pues, la consolidación fiscal y la reducción de la inflación ha contribuido a reducir la volatilidad de las tasas de interés locales a corto plazo.

Esta mejora coyuntural ha contribuido a que las tasas de interés se fijen cada vez más en función de las condiciones económicas internas y no a partir de factores externos. De hecho, recientemente en algunos países, como Brasil y México, la curva de rendimientos local ha tendido a «desligarse» de la de Estados Unidos.

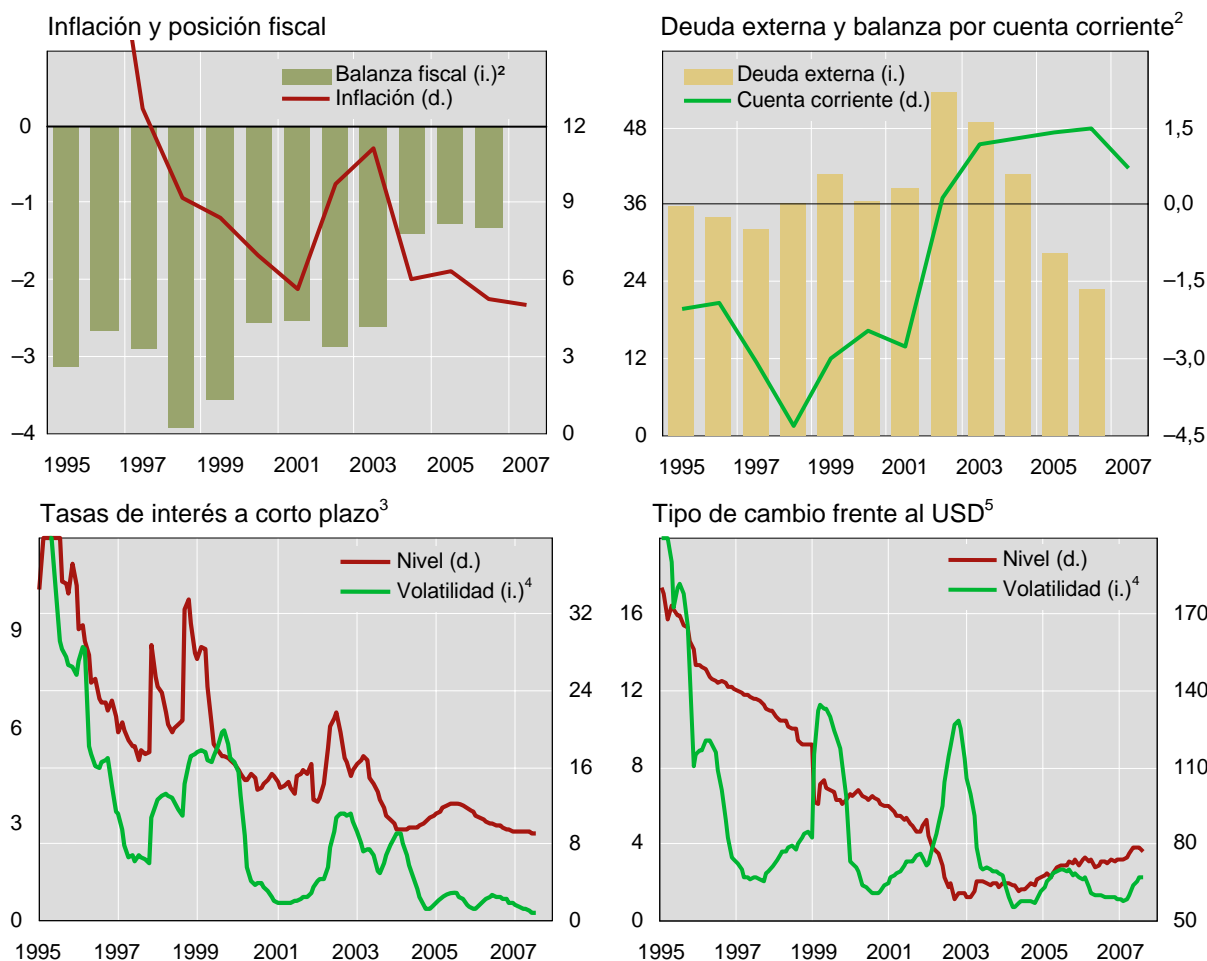
---

<sup>18</sup> En México, los mercados de deuda en moneda local han servido de estímulo para los de derivados. Aprovechando la demanda que tienen los títulos de alta calificación denominados en pesos, instituciones financieras de otros países han emitido una serie de bonos internacionales en dicha moneda. Dado que estos emisores suelen convertir a otras monedas los ingresos que les reportan dichas emisiones, han servido de contraparte a aquellos inversionistas extranjeros que deseaban cubrir sus títulos en pesos. El peso mexicano es ahora una de las pocas monedas de mercados emergentes que registra una actividad considerable en los mercados de derivados extrabursátiles (véase (BPI (2005)).

<sup>19</sup> Borensztein et al (2006b) realizan un análisis econométrico para identificar factores que expliquen el subdesarrollo de los mercados de bonos en América Latina. Véase además la nota 7 a pie de página.

Gráfico 5

Indicadores económicos para América Latina<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Media ponderada de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela basada en el PIB y los tipos de cambio PPA del año 2000. <sup>2</sup> En porcentaje del PIB. <sup>3</sup> A tres meses, en porcentaje. <sup>4</sup> Desviación móvil estándar de 12 meses. <sup>5</sup> 1995–2003 = 100; un incremento indica una apreciación.

Fuentes: FMI, Comisión Económica para América Latina y el Caribe; JP Morgan; Latin Focus; datos nacionales.

Otro cambio significativo en el ámbito de las políticas ha sido la adopción de tipos de cambio flexibles, lo que ha reducido el riesgo de que se produzcan «sacudidas» repentinas en la cotización de las monedas. Además, esto ha contribuido a hacer más explícitos los riesgos asociados a las fluctuaciones del tipo de cambio. A raíz de todo ello, los emisores han mostrado más reparos a la hora de endeudarse en moneda extranjera en vista del mayor riesgo implícito en este tipo de financiación, reforzando así el atractivo relativo de la emisión local.

A escala microeconómica, la reforma de la inversión institucional ha fomentado la demanda de deuda a largo plazo. La mayoría de países han reformado sus sistemas de pensiones del sector privado, de modo que los antiguos esquemas de prestaciones definidas han sido sustituidos por planes de contribuciones definidas obligatorias financiados por los empleados y gestionados por administradores privados. Asimismo, se ha ampliado la gama

de activos en los que pueden invertir los fondos de pensiones<sup>20</sup>. Los gobiernos también han aplicado otras medidas microeconómicas para mejorar la demanda de deuda, por ejemplo la abolición de restricciones a la inversión extranjera y la simplificación de la regulación sobre inversiones<sup>21</sup>. Además, han respaldado el desarrollo de los mercados de derivados y de *repos*.

También se han lanzando iniciativas para mejorar la oferta de deuda pública. Aunque las medidas aplicadas son distintas en cada país, en general combinan los siguientes elementos: un giro hacia la financiación local de los déficits fiscales, mayor transparencia y previsibilidad de la emisión de deuda, alargamiento de la estructura de vencimientos de la deuda pública y desarrollo de bonos de referencia locales líquidos.

Por último, las autoridades han adoptado medidas para desarrollar los mercados de bonos de empresa, por ejemplo mejorando la legislación en materia de gobierno corporativo. En este sentido, la posible adopción de las normas contables internacionales ha brindado una excelente oportunidad. La implementación de Basilea II también ha generado externalidades favorables para el continuo desarrollo de las evaluaciones del riesgo de crédito (BPI 2007)).

### **3.3.2. Factores exógenos: favorable coyuntura externa y diversificación de carteras a largo plazo**

El auge de los mercados de deuda local en la región también se ha visto impulsado por una coyuntura internacional extremadamente favorable. En este sentido, cabe destacar tres aspectos.

En primer lugar, el elevado precio de las materias primas ha potenciado el crecimiento económico y ayudado a equilibrar las balanzas por cuenta corriente. La mejora de los fundamentos económicos ha solidado generar expectativas de mayor apreciación de la moneda, lo que ha aumentado el atractivo de los activos financieros emitidos por entidades locales. En segundo lugar, el predominio de condiciones monetarias favorables en los principales países industriales durante la primera mitad de la década actual produjo un descenso sostenido de las tasas de interés a corto y largo plazo en todo el mundo (Gráfico 6), lo que llevó a los inversionistas internacionales a buscar de nuevo mayores rendimientos en los mercados de deuda emergentes<sup>22</sup>. A su vez, la búsqueda de rentabilidad relajó las condiciones de financiación en todo el espectro de vencimientos. Esta favorable coyuntura animó a los agentes a adquirir títulos locales, facilitando con ello la emisión en el mercado primario. En tercer lugar, estos factores cíclicos tan propicios se han visto reforzados por un proceso más secular de integración entre las economías avanzadas y las emergentes (Wooldridge et al (2003)). Esto incluye mayor disponibilidad de información asequible y en tiempo real sobre el desempeño de los distintos países y empresas, lo que ha reducido significativamente las asimetrías de información entre los participantes en el mercado financiero, que en el pasado crearon un sesgo hacia la inversión local. Al mismo tiempo, el desarrollo de tecnologías de negociación electrónicas ha reducido en gran medida los costos de operación y los tiempos de procesamiento, ampliando aún más la participación

---

<sup>20</sup> En México, por ejemplo, se han eliminado recientemente los límites cuantitativos a la inversión en títulos del sector privado para introducir límites basados en la calificación crediticia.

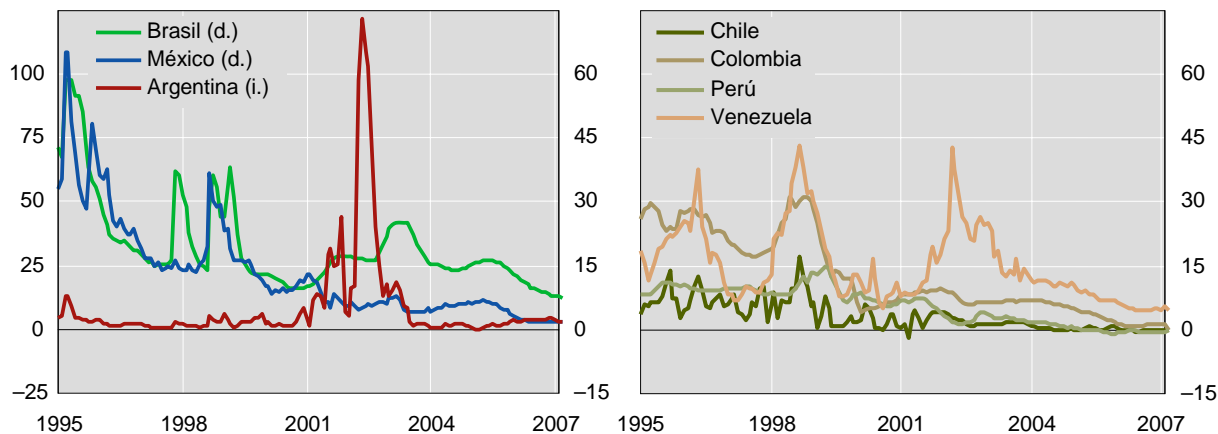
<sup>21</sup> Sin embargo, en Argentina, Colombia y Venezuela se han vuelto a introducir recientemente controles de capital.

<sup>22</sup> Pese a la falta de datos exhaustivos sobre bonos locales en manos de no residentes, el sostenido aumento en la proporción de este tipo de títulos en el total negociado por los intermediarios financieros internacionales según la Emerging Markets Trading Association (EMTA) indica una mayor presencia de los inversionistas extranjeros en los mercados de bonos locales de la región (véase el Gráfico 1, panel derecho).

en los mercados. Por último, la participación de instituciones financieras extranjeras en los mercados domésticos ha supuesto un nuevo canal de inversión en la región.

Gráfico 6

**Diferenciales de tasas de interés<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> Tasa a tres meses; tasa nacional menos tasa de Estados Unidos, en porcentaje.

Fuentes: FMI; datos nacionales.

No obstante, aún no se sabe a ciencia cierta si esta pauta de inversión será pasajera o duradera. Hay buenas razones para creer que los factores que están respaldando el desarrollo de los mercados de deuda en América Latina son en gran medida de carácter permanente, en concreto aquellos asociados a la mejora de las políticas y del desempeño económico. No obstante, la expansión de los mercados de deuda local depende en parte de que sea sostenible el proceso de diversificación de la inversión a escala mundial. Aunque podría haberse esperado que la reducción de los diferenciales entre tasas de interés nominales observada en los últimos años debilitara la búsqueda de rentabilidad, lo cierto es que el capital ha seguido fluyendo con fuerza hacia la región. Con todo, aún está por ver si, en condiciones de mercado menos favorables, los mercados de bonos locales siguen siendo una fuente fiable de financiación para la región.

En Cuadro 3 presenta datos más generales sobre las ventajas de diversificación que aportan los mercados latinoamericanos de bonos nacionales con respecto a otras clases de activos en las carteras internacionales, al menos para inversionistas en dólares estadounidenses. Estas ventajas han quedado de manifiesto por la escasa correlación desde enero de 2003 entre la rentabilidad de los bonos latinoamericanos en moneda local y (a) la de sus equivalentes en mercados emergentes de Asia y Europa (0,48 y 0,30 respectivamente); (b) la del índice EMBI de títulos en divisas (0,52); y (c) la de las letras del Tesoro de Estados Unidos a 10 años (0,18). Esta última correlación ha sido menor para la deuda latinoamericana en moneda local que para la equivalente en Asia (0,26) y Europa (0,29) o para el índice EMBI Global Diversified (0,67). La última línea del Cuadro 3 indica que estas ventajas no se produjeron a costa de menores rendimientos durante el periodo analizado. Desde 2003, los rendimientos acumulados de los títulos locales de renta fija latinoamericanos superaron a los de otros mercados emergentes, al reducirse sus rendimientos nominales locales y apreciarse sus monedas. En ese mismo sentido apunta el Cuadro 4, donde la razón de Sharpe muestra que los mercados de bonos latinoamericanos en moneda local reportaron en los últimos años mayores rentabilidades diferenciales en dólares por unidad de riesgo que la inversión en otros mercados emergentes como el asiático o el europeo (0,38 frente a 0,17 y 0,31). No obstante, en 2006 se redujo en promedio el atractivo de los mercados de América Latina, en parte por el mercado ajuste del mercado colombiano.

Cuadro 3

**Mercado de bonos nacionales: correlaciones y rendimientos**

Enero 2003–Octubre 2007

Correlaciones		GBI-EM <sup>1</sup>							EMBI <sup>2</sup>	Bono Tesoro EEUU 10 años
		Brasil <sup>3</sup>	Chile	Colombia	México	Am Lat	Asia	Europa		
GBI-EM <sup>1</sup>	Brasil <sup>3</sup>	1,00								
	Chile	0,38	1,00							
	Colombia	0,50	0,28	1,00						
	México	0,59	0,49	0,42	1,00					
	Am Lat	0,85	0,49	0,69	0,85	1,00				
	Asia	0,44	0,18	0,45	0,31	0,48	1,00			
	Europa	0,25	0,33	0,30	0,25	0,30	0,49	1,00		
EMBI <sup>2</sup>		0,49	0,35	0,40	0,51	0,52	0,45	0,43	1,00	
Bono Tesoro EEUU 10 años		0,06	0,10	0,09	0,18	0,13	0,26	0,29	0,67	1,00

**Rendimiento**

2003	21,70	27,67	19,46	7,12	16,45	7,91	14,19	22,31	1,23
2004	20,86	11,89	43,45	3,10	12,92	3,09	27,70	11,30	4,84
2005	37,63	18,18	23,01	23,05	23,58	5,17	4,95	10,80	2,23
2006	31,71	3,16	8,01	10,91	18,89	12,49	14,91	9,77	1,47
Acumulado	293,26	91,34	156,81	54,29	121,34	42,98	104,51	71,19	14,76

<sup>1</sup> GBI-EM Broad Diversified. <sup>2</sup> EMBI Global Diversified. <sup>3</sup> La muestra comienza en mayo de 2003.

Fuente: cálculos de los autores a partir de datos de JPMorgan Chase y Datastream.

En general, las ventajas de diversificación dependen en cierto modo de que las correlaciones con los rendimientos de otros instrumentos de renta fija se mantengan bajas en periodos de estrés. Existen datos empíricos que avalarían esta teoría (Bayliss (2004)), aunque no se dispone de suficiente información para comprobar la estabilidad de las correlaciones más allá de un horizonte temporal limitado. Para poder obtener conclusiones más asertivas, sería necesario comprobar los resultados durante un episodio prolongado con condiciones de mercado bastante menos favorables.

Cuadro 4  
**Razón de Sharpe para el mercado de bonos locales<sup>1</sup>**  
 Enero 2003–Octubre 2007

	GBI-EM <sup>2</sup>							EMBI <sup>3</sup>
	Brasil <sup>4</sup>	Chile	Colombia	México	Am Lat	Asia	Europa	
2003	0,70	0,30	0,26	0,13	0,30	0,23	0,13	0,84
2004	0,24	0,27	0,68	0,03	0,28	-0,12	0,53	0,50
2005	0,76	0,32	0,76	0,60	0,84	0,04	0,00	0,41
2006	0,26	0,20	0,01	0,23	0,26	0,43	0,33	0,38
2003– 2007	0,48	0,29	0,30	0,20	0,38	0,17	0,31	0,45

<sup>1</sup> Se utiliza como referente la letra del Tesoro estadounidense a 10 años. <sup>2</sup> GBI-EM Broad Diversified.  
<sup>3</sup> EMBI Global Diversified. <sup>4</sup> La muestra comienza en mayo de 2003.

Fuente: cálculos de los autores a partir de datos de JPMorgan Chase y Datastream.

## 4. Conclusiones

Las economías de América Latina han avanzado significativamente en el desarrollo de sus mercados de deuda locales, pero aún persisten retos considerables. El más acuciante es la necesidad de reducir la vulnerabilidad de las estructuras para refinanciar el riesgo y ampliar la liquidez en el mercado secundario (como se analizará de forma más minuciosa en el capítulo «Implicaciones de los mercados de bonos en moneda local para la estabilidad financiera: un resumen de los riesgos»). Además, aún hay que comprobar hasta qué punto estos mercados constituyen una fuente de financiación fiable. Aunque la región parece ahora menos vulnerable ante perturbaciones financieras, unas condiciones de mercado menos favorables podrían exponer estos incipientes mercados locales a presiones adicionales imprevistas. En este sentido, las autoridades deben fomentar un mayor desarrollo de dichos mercados.

## Referencias

Amante, A., M. Araujo y S. Jeanneau (2007): «La búsqueda de liquidez en el mercado brasileño de deuda pública local», *Informe Trimestral del BPI*, junio.

Banco de Pagos Internacionales (BPI) (2005): *Foreign exchange and derivatives market activity in 2004, Triennial Survey*, marzo.

BPI (2007): Evolución de los sistemas bancarios en América Latina y el Caribe: retos e implicaciones para la política monetaria y la estabilidad financiera, *BIS Papers*, n° 33.

Banco Interamericano de Desarrollo (BID) (2006): *Vivir con deuda: cómo contener los riesgos del endeudamiento público*, edición de 2007 del *Informe Progreso Económico y Social*, octubre

Banco Mundial (2001): «Developing government bond markets: a handbook», edición especial de la reunión de primavera.

- Bayliss, J. (2004): «Emerging markets external debt as an asset class», JPMorgan Emerging Markets Research.
- Borensztein, E., B. Eichengreen y U. Panizza (2006a): «A tale of two markets. Bond market development in East Asia and Latin America», mimeo.
- Borensztein, E., B. Eichengreen y U. Panizza (2006b): «Building bond markets in Latin America», documento preparado para la Red del Banco Interamericano de Desarrollo sobre el Crecimiento de los Mercados Corporativos en América Latina.
- Burger, J. D. y F. E. Warnock (2003): «Diversification, original sin and international bond portfolios», International Finance Discussion Papers, n° 755, Federal Reserve Board, Abril.
- Comité sobre el Sistema Financiero Global (CGFS) (2007): Estabilidad financiera y mercados de bonos en moneda local, CGFS n° 28.
- Crabbe, C. (2005): *A quarter century of pension reform in Latin America: lessons learned and next steps*, Banco Interamericano de Desarrollo.
- Eichengreen, B. y R. Hausmann (eds) (2005): *Other people's money: debt denomination and financial instability in emerging market economics*, The University of Chicago Press.
- Goldstein, M. y P. Turner (2004): *Controlling currency mismatches in emerging markets*, Institute for International Economics, Washington DC.
- Jeanneau, S. y C. Tovar (2006): «Los mercados de deuda nacional en América Latina: logros y retos», *Informe Trimestral del BPI*, junio.
- Jiang, G. y R. McCauley (2004): «Los mercados asiáticos de bonos denominados en moneda local», *Informe Trimestral del BPI*, junio.
- Maignashca, A. (2005): «Colombian issuance of local currency debt abroad: some notes on the opportunities and challenges in the current juncture», documento preparado para la XX Reunión del BID de la Red Latinoamericana de Bancos Centrales y Ministerios de Finanzas, octubre.
- Mathieson, D., J. Roldos, R. Ramaswamy y A. Ilyina (2004): *Emerging local securities and derivatives markets*, World Economic and Financial Surveys, Fondo Monetario Internacional, Washington DC.
- Mohanty, M. (2002): «Improving liquidity in government bond markets: what can be done?», *BIS Papers*, n° 11, pp. 49–80.
- Sack, B. y R. Elsassser (2004): «Treasury inflation-indexed debt: a review of the US experience», *Economic Policy Review*, vol. 10, n° 1, mayo, pp. 37–63.
- Scatigna, M. y C. Tovar (2007): «La titulización en América Latina», *Informe Trimestral del BPI*, septiembre.
- Tovar, C. (2005): «Deuda pública internacional denominada en moneda local: evolución más reciente en América Latina», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre.
- Turner, P. (2002): «Bond markets in emerging market economies», *BIS Papers*, n° 11, pp. 1–12.
- Turner, P. (2006): «Local currency bond markets in emerging markets: what are the links with financial stability?», documento preparado con motivo de la conferencia de la Asociación Económica de América Latina y el Caribe, noviembre, Ciudad de México.
- Vargas, H. (2006): «Public debt market risk: a constraint on monetary policy? The effects on the financial system and on monetary policy: the case of Colombia», *BIS Papers*, n° 28, pp. 189–201.
- Wooldridge, P., D. Domanski y A. Cobau (2003): «Changing links between mature and emerging financial markets», *BIS Quarterly Review*, diciembre, pp. 45–54.

Recuadro 1

**La titulización en América Latina**

Aunque la titulización es un fenómeno reciente en América Latina, su expansión está siendo rápida<sup>1</sup>. Diversos factores han permitido la ampliación de la financiación estructurada, por ejemplo la presión sobre los bancos para mejorar sus rendimientos sobre activos, la introducción de marcos jurídicos y procedimientos de quiebra mejor adaptados, el repunte de la demanda de vivienda y de inmuebles comerciales para oficinas, así como la búsqueda por los inversionistas institucionales de activos de mayor calidad.

No es fácil calcular el número exacto de operaciones estructuradas ejecutadas, debido a la falta de definiciones estandarizadas y de información centralizada. Las grandes agencias internacionales de calificación crediticia son las principales fuentes de información sobre este segmento del mercado. Los datos de Moody's señalan que las emisiones locales de deuda titulizada en América Latina han superado a las operaciones transfronterizas desde 2003. En 2006, las operaciones locales alcanzaron los 13.600 millones de dólares mientras que las transfronterizas se quedaron en 1.7000 millones. Brasil, México y Argentina acapararon el 40%, 32% y 18% respectivamente del volumen total de actividad local. Por tipo de operaciones, los bonos de titulización hipotecaria (MBS), los préstamos para adquisición de vehículo, los préstamos al consumo y las obligaciones vinculadas a créditos representaron respectivamente el 21%, 16%, 14% y 13% del total de operaciones locales.

**Emisión de bonos locales de titulización de activos en América Latina**

En millones de dólares de EEUU

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Argentina	1.590	701	130	226	525	1.790	2.550
Brasil	184	88	106	1.031	1.652	3.911	5.542
Chile	173	220	430	380	293	873	325
Colombia	55	63	597	510	799	323	674
México	65	427	414	604	5.444	4.846	4.430
Perú	37	94	7	60	163	295	71
<b>Total</b>	<b>2.104</b>	<b>1.593</b>	<b>1.684</b>	<b>2.811</b>	<b>8.876</b>	<b>12.038</b>	<b>13.592</b>

Fuente: Moody's.

El mercado local brasileño para activos titulizados, que apenas echó a andar en el año 2003, ya se ha convertido en el más activo de América Latina, alcanzando los 5.500 millones de dólares en 2006, frente a los 1.000 millones registrados en 2003. El desarrollo de este mercado se vio dañado en un primer momento por el elevado costo de establecer una sociedad instrumental para la titulización de activos (SPV) y la indiferencia inicial de los inversionistas ante este tipo de valores, dada la gran disponibilidad de títulos de deuda pública de elevada calidad. Sin embargo, en los últimos años han adquirido gran popularidad unos vehículos de inversión conocidos como *Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios*, que ofrecen a las empresas una alternativa al crédito tradicional bancario al permitirles titularizar sus partidas pendientes de cobro.

El mercado interno mexicano para activos titulizados, que no se creó hasta el año 2000, es el segundo más activo de la región, con una emisión cercana a los 4.400 millones de dólares en 2006. Gran parte de la actividad en los últimos dos años se ha debido a operaciones de gran cuantía respaldadas por préstamos mantenidos por el Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB), una agencia creada en 1999 para gestionar la deuda resultante del rescate al

<sup>1</sup> Véase un análisis más detallado en Tovar y Scatigna (2007).

Recuadro 1 (continuación)

**La titulización en América Latina**

sector bancario<sup>2</sup>. Por el momento, al margen de las operaciones del IPAB, la mayoría de la actividad en el mercado mexicano ha consistido en la titulización de préstamos «puente» para hipotecas de construcción y residenciales. De hecho, los MBS representan el 38% del volumen total emitido y su actividad está relacionada con la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF), un banco de desarrollo de propiedad estatal creado en 2001 que ha contribuido a desarrollar un mercado cohesivo para este tipo de títulos, instando a los emisores a introducir bonos con características homogéneas y ejerciendo como intermediario y proveedor de liquidez en el incipiente mercado secundario de MBS.

En Argentina, por su parte, el mercado para activos titulizados se enfrió en gran medida en 2001 y 2002, para comenzar a recuperarse en 2003 y ampliarse notablemente en 2005 y 2006, al crecer sus emisiones hasta los 2.500 millones de dólares, frente a los 130 millones registrados en 2002.

---

<sup>2</sup> Las operaciones lanzadas por la IPAB alcanzaron 4.100 millones de dólares en 2004 y 2.800 millones en 2005. En cambio, en 2006 no se lanzó ninguna emisión nueva.

Recuadro 2

**Bonos gubernamentales globales en moneda local: presentación general<sup>1</sup>**

Numerosos países latinoamericanos han emitido en los últimos años bonos globales en moneda local, tanto a nivel gubernamental como empresarial (véase el Cuadro de la página 21)<sup>2</sup>. En este recuadro se presenta a grandes rasgos estos asuntos, junto a sus posibles ventajas y riesgos.

En noviembre de 2004, el Gobierno colombiano emitió bonos globales en moneda local por un valor de 954.200 millones de COP (375 millones de USD). Dichos bonos se emitieron bajo condiciones muy ventajosas para el prestatario, como demuestra su cupón del 11,75% y su vencimiento a más de cinco años, de ahí su enorme demanda (1.100 millones de USD, 65% por parte de inversionistas estadounidenses, 30% europeos y 5% latinoamericanos). El éxito de esta operación se corroboró con su relanzamiento en enero de 2005 por importe de 293.700 millones de COP (125 millones de USD). Ambos tramos se emitieron a un costo inferior al del mercado doméstico. En febrero de 2005, se lanzó una nueva emisión con condiciones muy similares, pero con vencimiento más largo (10,7 años), cuyo costo fue de nuevo más favorable que la financiación en el mercado nacional. De nuevo en 2007 se relanzó esta emisión.

En septiembre de 2005, Brasil emitió un total de 3.400 millones de BRL (1.500 millones de USD) en bonos globales con vencimiento superior a 10 años y cupón 12,5%. La demanda de esta emisión superó varias veces la cantidad ofrecida, siendo su distribución realmente internacional entre inversionistas europeos y estadounidenses. Esta emisión también contribuyó a ampliar el vencimiento de la curva de rendimientos para deuda pública a interés fijo denominada en reales, que por aquel entonces no pasaba de los siete años en el mercado local. En mayo de 2007, Brasil emitió bonos globales a 20 años denominados en reales, consiguiendo el rendimiento más bajo de todos los tiempos para títulos de deuda en esa moneda, gracias en parte a la mejora de su calificación por Fitch Ratings.

Más tarde, Perú emitió a bajo costo un bono global a 30 años en moneda local denominado en soles, lo que permitió al país ampliar su curva de rendimientos en moneda local.

---

<sup>1</sup> Véase un análisis más detallado en Tovar (2005).

<sup>2</sup> Los bonos globales son títulos de deuda emitidos simultáneamente en el mercado internacional y doméstico en distintas monedas y liquidados a través de diversos sistemas de compensación de todo el mundo.

## Recuadro 2 (continuación)

### Bonos gubernamentales globales en moneda local: presentación general

Los casos de Brasil, Colombia y Perú comparten algunas características importantes. En primer lugar, los valores tenían vencimientos largos. Segundo, los bonos no estaban indicados a la inflación, sino que ofrecían un interés fijo, transfiriendo así tanto el riesgo de inflación como el de divisas desde el Gobierno hacia los inversionistas. Por último, al liquidarse los intereses y el capital en dólares de EEUU, los títulos librarán a los inversionistas de cualquier *riesgo* asociado a controles cambiarios.

En Brasil y Colombia, diversos factores institucionales han ido restringiendo la participación de inversionistas extranjeros en los mercados locales de deuda, por ejemplo los requisitos de inscripción y los impuestos en origen o controles de capital<sup>3</sup>. En muchos casos, los bonos globales han permitido a los no residentes soslayar los obstáculos que les impedían adquirir títulos en los mercados locales. Todas las emisiones analizadas en este artículo se rigen por la legislación y jurisdicción del Estado de Nueva York, aumentando así su atractivo para los inversionistas internacionales con respecto a los bonos nacionales en caso de insolvencia.

En el caso de Colombia, los bonos globales han podido tener importantes repercusiones para la estabilidad financiera. El sistema financiero ha estado muy expuesto a la deuda pública local (TES), como contrapartida a la menor exposición del sector público a los títulos en divisas<sup>4</sup>. Esta situación hace al sistema muy vulnerable, dado que cualquier perturbación adversa a raíz de la devaluación de la moneda y del aumento de las tasas de interés podría deteriorar el valor de mercado de los títulos<sup>5</sup>. Además, podría generar una disyuntiva para el banco central, que podría verse obligado a elevar las tasas de interés<sup>6</sup>. En tales circunstancias, los bonos globales pueden ayudar a aumentar las oportunidades del país para distribuir riesgos, ya que además de transferir el riesgo de divisas hacia los inversionistas extranjeros, también podría «proteger» al sistema financiero local de una exposición excesiva a la deuda pública.

No obstante, la emisión global en moneda local probablemente sea la «segunda mejor opción» para ampliar la base de inversionistas. Una de sus desventajas es que, al fragmentar la liquidez, estos bonos pueden dañar el desarrollo de los mercados de deuda local. Pese a ello, el Gobierno colombiano ha venido promoviendo la negociación de los bonos globales.

En el caso de economías más pequeñas, como Uruguay, este tipo de títulos puede haber influido de forma más favorable al proporcionar un referente para el desarrollo de títulos domésticos. El país introdujo estos bonos mientras estaba inmerso en una crisis financiera, si bien ha ido ampliando poco a poco el vencimiento con cada nueva emisión. Así pues, estas emisiones ofrecen un interesante ejemplo de cómo reconstruir los mercados financieros después de una crisis.

---

<sup>3</sup> En Brasil, sólo es posible invertir previa inscripción en su Comisión del Mercado de Valores y en el Banco Central. Hasta febrero de 2006, la inversión estaba sujeta a un impuesto sobre plusvalías del 15%, aunque en la actualidad aún están en vigor otros impuestos. En Colombia, se imponen restricciones a los extranjeros que desean invertir en títulos locales. Por ejemplo, es necesario establecer un fideicomiso para la inversión, así como abonar impuestos en función de la categoría fiscal del inversionista (en la actualidad, el impuesto sobre la renta puede ascender hasta el 35% y se aplica un recargo del 10% que eleva la tasa máxima hasta el 38,5%; también se grava un impuesto por operación financiera del 0,4%). Además, entre finales de 2004 y junio de 2006, los controles de capital establecían un periodo de mantenimiento mínimo de un año para cualquier inversión de cartera.

<sup>4</sup> La exposición del sistema financiero colombiano a la deuda pública pasó del 6% en 1998 al 45% en 2005 (Maignashca 2005).

<sup>5</sup> No preocupa tanto las pérdidas que pueda ocasionar la caída del precio del TES de un día para otro, sino el incremento rápido y persistente de las tasas de interés, como ocurrió en Colombia en 2002.

<sup>6</sup> Este aspecto se estudia con mayor profundidad en la Sección 5. Véase también Vargas (2006) y Maignashca (2005).

Recuadro 2 (continuación)

**Bonos gubernamentales globales en moneda local: presentación general**

**Algunas emisiones de deuda pública internacional en moneda local**

País	Emisión	Venci- miento	Moneda	Volumen <sup>1</sup>	Cupón	Calificación: Fitch/Moody's/ S&P	Mercado
Brasil	Sep 2005	Ene 2016	BRL	1.485	12,5	BB/Ba2/BB	GLOBAL
Brasil	Sep 2006	Ene 2022	BRL	1.382	12,5	BB/Ba2/BB	GLOBAL
Brasil	Feb 2007	Ene 2028	BRL	1.051	10,25	BB/Ba2/BB	GLOBAL
Brasil	May 2007	Ene 2028	BRL	371	10,25	BB+/Ba2/BB	GLOBAL
Colombia <sup>2</sup>	Nov 2004	Mar 2010	COP	493	11,75	BB/Ba2/BB+	GLOBAL
Colombia	Feb 2005	Oct 2015	COP	1.102	12	BB/Ba2/BB+	GLOBAL
Colombia	Jun 2007	Jun 2027	COP	999	9,85	BB+/Ba2/BB+	GLOBAL
Perú <sup>3</sup>	Jul 2007	Ago 2037	PEN	1.240	6,9	BBB-/Baa3/ BBB-	GLOBAL
Uruguay <sup>3,4</sup>	Oct 2003	Oct 2006	UYU	290	10,5	B+/WR/NR	GLOBAL
Uruguay <sup>3</sup>	Ago 2004	Feb 2006	UYU	255	17,75	B+/WR/NR	GLOBAL
Uruguay <sup>3,4</sup>	Sep 2006	Sep 2018	UYU	401	5	B+/B1/B+	GLOBAL
Uruguay <sup>3,4</sup>	Oct 2006	Sep 2018	UYU	296	5	B+/B+/B+	GLOBAL
Uruguay <sup>3</sup>	Abr 2007	Abr 2027	UYU	504	4,25	B+/B1/B+	GLOBAL
Uruguay <sup>3,4</sup>	Jun 2007	Jun 2037	UYU	500	3,7	BB-/B1/B+	GLOBAL

Nota: la colocación privada evita el costo de inscripción en la Comisión del Mercado de Valores (obligatoria para la emisión global) y tiene cláusulas de protección más restrictivas que son más fáciles de renegociar en caso de insolvencia. Además, el costo de distribución de los bonos es menor.

<sup>1</sup> Calculado a partir del tipo de cambio medio mensual cuando no se dispone de cifras oficiales, en millones de dólares de EEUU. <sup>2</sup> Esta emisión se relanzó en enero de 2005 con una cantidad adicional de 125 millones de dólares. <sup>3</sup> Pago del principal y de los intereses en dólares de EEUU. <sup>4</sup> Bonos indexados a la inflación.

Fuente: Bloomberg.