

Los mercados de deuda interna en América Latina: logros y retos¹

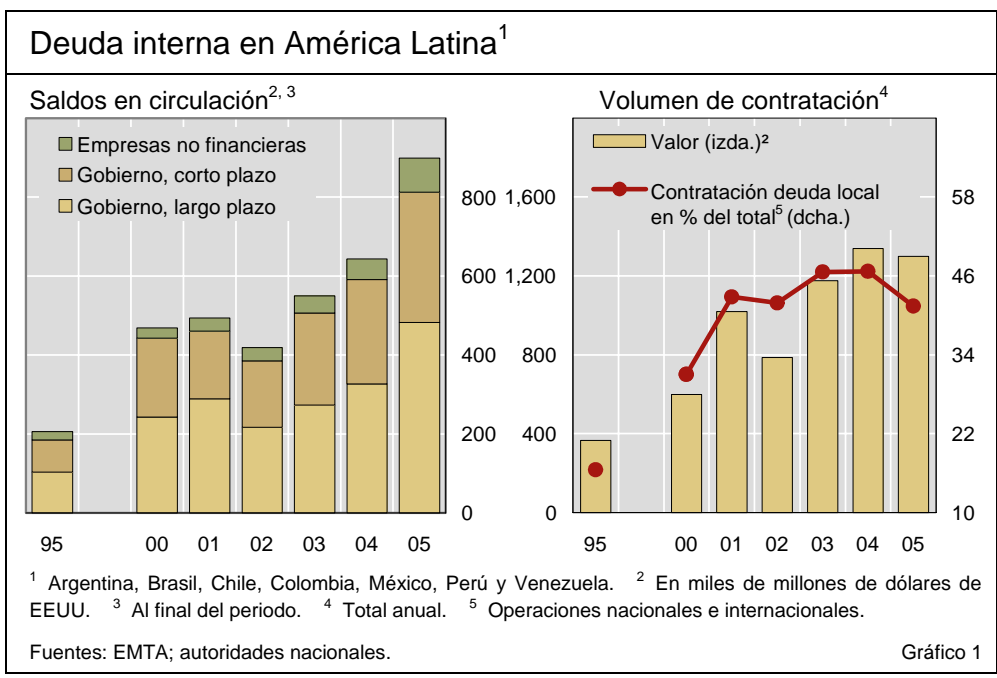
Los mercados de bonos internos en América Latina han crecido significativamente en los últimos años, lo que debería ayudar a reducir la dependencia de financiación externa que históricamente ha tenido la región. A pesar del gran progreso realizado, aún persisten ciertas vulnerabilidades asociadas al riesgo de refinanciación, al tiempo que en el mercado secundario sigue escaseando la liquidez.

Clasificación JEL: E440, F340, G150, G180, H630, O160.

El desarrollo de los mercados de deuda en moneda local ha sido bastante limitado durante gran parte de la historia reciente de América Latina debido a limitaciones de carácter estructural y de política económica. Entre estas se encuentran su pobre historial de gestión macroeconómica, la escasa profundidad y diversificación de su base de inversionistas, las restricciones regulatoras que dificultaron el desarrollo de los mercados primario y secundario, así como la falta de infraestructura adecuada para la emisión de deuda por parte del sector privado. La composición de la deuda pública y privada que resultó de este proceso, en su mayoría a corto plazo y/o indexada al dólar, terminó agravando las crisis financieras en la región durante los años 90 y a comienzos de la presente década.

No obstante, en los últimos años, los mercados de bonos nacionales han constituido una creciente fuente de financiación para las economías latinoamericanas y de diversificación para 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 financiarse en moneda local a largo plazo, frecuentemente conocida como la hipótesis del "pecado original". La expansión de estos mercados ha sido el resultado del esfuerzo explícito de las autoridades de la mayoría de estos países para reducir su vulnerabilidad ante

¹ Las opiniones expresadas en este artículo son las de sus autores y no reflejan necesariamente las del BPI. Agradecemos los comentarios de Claudio Borio, Andrew Filardo, Már Gudmundsson, Gregor Heinrich, Frank Packer y Agustín Villar, así como la asistencia de investigación realizada por Thomas Jans, Denis Pêtre, Gert Schnabel y Jhuvesh Sobrun. Por último, quisiéramos dar las gracias a José Oriol Bosch de JPMorgan Chase México por facilitarnos algunos datos sobre los mercados.



condiciones externas adversas. En este sentido, uno de sus principales objetivos ha sido el fortalecimiento de las condiciones de demanda para la deuda interna, lo cual se ha logrado 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 restricciones a la inversión extranjera. También se han emprendido iniciativas por el lado de la oferta, incluyendo un giro gradual de la deuda pública hacia el mercado interno, la adopción de mecanismos más previsibles y transparentes a la hora de emitir bonos, y esfuerzos para establecer títulos de referencia líquidos. Todas estas iniciativas se han visto favorecidas por un entorno externo especialmente propicio, incluyendo los elevados precios de las materias primas, que ha fortalecido las cuentas internas y externas, así como la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversionistas internacionales.

Este artículo, basado principalmente en estadísticas de fuentes nacionales, argumenta que los países de la región han realizado avances significativos en el desarrollo de sus mercados de deuda interna. No obstante, aún persisten ciertas debilidades. Si bien la sustitución de deuda externa por interna ha contribuido a reducir el riesgo derivado de los descalces cambiarios (desajustes entre monedas), es posible que haya ampliado el riesgo asociado a los desfases de vencimientos. Los inversionistas aún se muestran reacios a invertir a interés fijo durante largos periodos de tiempo, con lo cual los prestatarios de la región podrían quedar seriamente expuestos a riesgos de refinanciación en caso de deteriorarse las condiciones financieras internacionales. Además, la base de inversionistas sigue siendo estrecha, lo que dificulta el desarrollo de liquidez en el mercado secundario.

Principales características de los mercados internos de títulos de renta fija

La emisión de títulos locales o nacionales (por oposición a los internacionales) se ha ampliado con rapidez en América Latina a lo largo de la última década (véase el Gráfico 1)². La emisión de este tipo de valores por los Gobiernos centrales y empresas no financieras de los siete países más grandes de la región creció un 337% entre finales de 1995 y finales de 2005, alcanzando así 895.000 millones de dólares, aproximadamente el 40% del PIB agregado de todos estos países. A modo de comparación, el volumen total de títulos emitidos por estos mismos prestatarios en los mercados de deuda internacional a lo largo de ese mismo periodo creció un 65%, hasta alcanzar 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)).

La configuración actual de los mercados de deuda interna en América Latina tiene seis características principales, resumidas a continuación.

En primer lugar, sus tamaños son muy variados (véase el Cuadro 1). Brasil es con creces el mercado más amplio, con títulos en circulación por valor de 583.000 millones de dólares a finales de 2005 (es decir, el 74% de su PIB). El mercado mexicano es el segundo más grande en términos absolutos, con 159.000 millones de dólares en títulos en circulación, aunque en términos

Los mercados de deuda local varían en tamaño...

Tamaño de los mercados de títulos locales de renta fija en América Latina					
	Volumen de títulos de renta fija		De los cuales:		
			Gobierno, corto plazo	Gobierno, largo plazo	Empresas no financieras, largo plazo
	Millones USD	% del PIB	Millones USD	Millones USD	Millones USD
Argentina	59.700	33	5.100	43.800	10.800
Brasil	583.400	74	226.700	318.200	38.500
Chile	39.800	35	9.200	17.300	13.300
Colombia	38.700	32	900	33.200	4.600
México	158.500	21	52.000	89.100	17.400
Perú	7.900	10	1.400	4.300	2.200
Venezuela	7.200	5	3.400	3.700	100
Total	895.200	41	298.700	509.600	86.900
<i>Pro memoria:</i>					
<i>Estados Unidos</i>	<i>9.043.500</i>	<i>72</i>	<i>1.474.500</i>	<i>4.873.300</i>	<i>2.695.700</i>

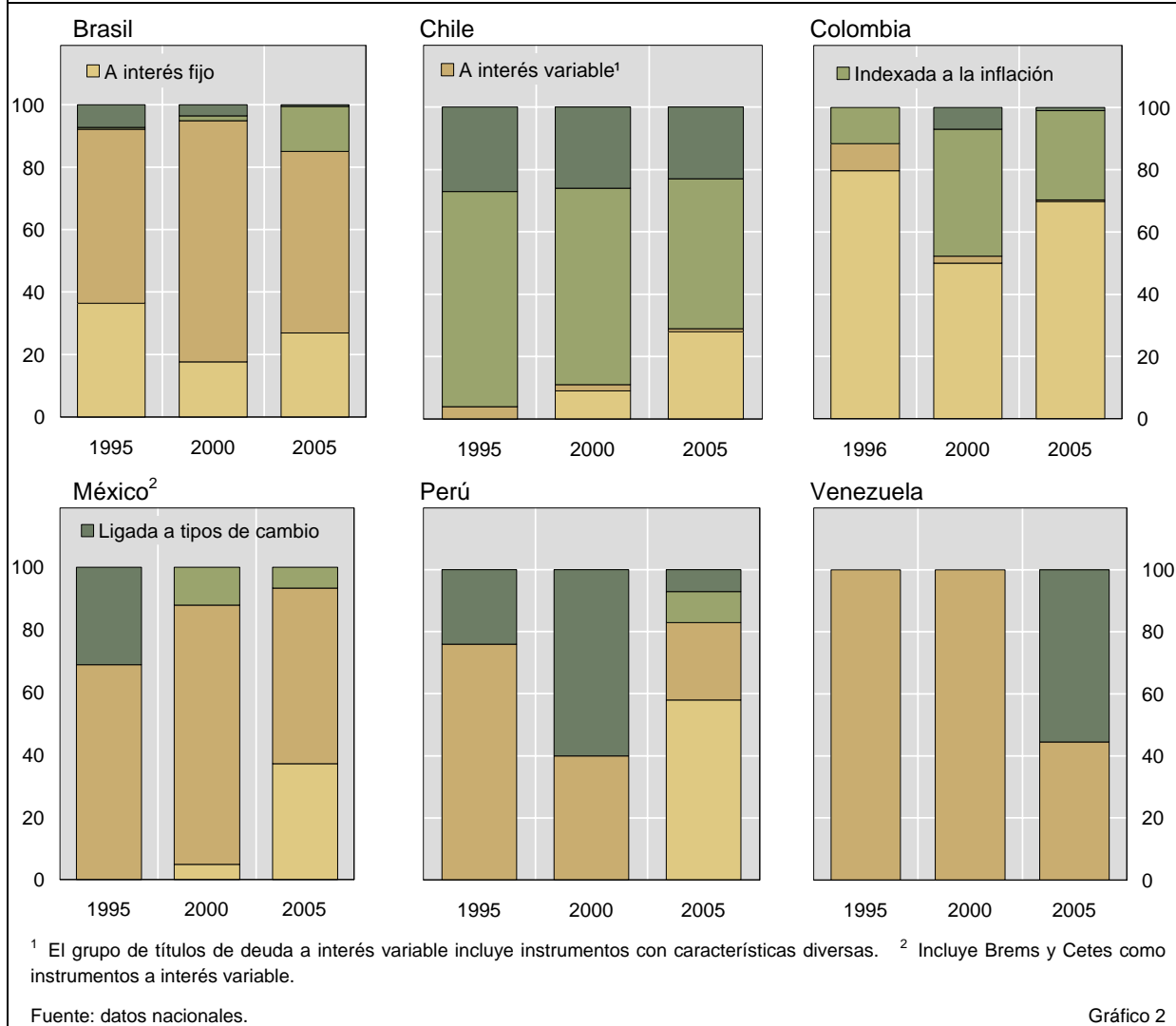
Nota: La categoría "empresas no financieras, largo plazo" no incluye títulos emitidos por entidades financieras.
Fuentes: Fedesarrollo; autoridades nacionales; BPI.

Cuadro 1

² No es posible disponer de conjuntos de datos totalmente consistentes entre países sobre los mercados de deuda local en América Latina. En este artículo, hemos intentado compilar datos comparables sobre los títulos de deuda pública y empresarial no financiera de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. Por emisión interna o local se entiende valores emitidos en los mercados locales, ya sea en la moneda local o en divisas. Se han excluido las entidades financieras ante la limitada cobertura de los datos disponibles.

Composición de la deuda del Gobierno central en América Latina

En porcentaje



de PIB es sustancialmente menor que el de Brasil (21%). Los mercados de deuda de otros países son mucho más pequeños en términos absolutos, aunque algunos de ellos son razonablemente grandes en relación al PIB.

En segundo lugar, los emisores del sector público son los que predominan en este tipo de mercados (véase el Gráfico 1). En el caso de los siete países más grandes de la región, sus Gobiernos centrales 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. Si bien en algunos casos pueden alcanzar en tamaño 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. Es más, incluso en aquellos países donde los mercados para títulos corporativos están más desarrollados, la actividad se reduce a empresas de alta calidad crediticia. Aun así, se ha avanzado en el desarrollo de los mercados de deuda

... y están dominados por el sector público

Titulización en América Latina

La titulización es un fenómeno relativamente reciente en América Latina, ya que la intermediación financiera ha solido estar dominada en gran medida por los bancos comerciales. Sin embargo, diversos factores han permitido la expansión de la financiación estructurada, por ejemplo la presión sobre los bancos para que mejoren sus rendimientos sobre activos, la mejor adaptación de los marcos jurídicos y los procedimientos de quiebra, el repunte de la demanda de vivienda e inmuebles comerciales de oficinas, así como la necesidad de los inversionistas institucionales de activos de mayor calidad.

No resulta fácil calcular el número exacto de operaciones estructuradas llevadas a cabo, debido a la falta de definiciones estandarizadas e 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 superaron en 2005 a las operaciones transfronterizas por segundo año consecutivo (en concreto 12.200 millones de dólares las primeras frente a 2.300 millones las segundas). México, Brasil y Argentina representaron el 40%, 32% y 15% respectivamente del volumen total de actividad local. Por tipo de operaciones, las obligaciones vinculadas a créditos representaron el 33% del total de operaciones locales, los préstamos personales y al consumo el 17% y los bonos de titulización hipotecaria (MBS) el 14%.

Emisión de bonos locales de titulización de activos en América Latina

En millones de dólares de EEUU

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

Fuente: Moody's.

El mercado interno mexicano para activos titulizados, que echó a andar apenas en 2000, ya se ha convertido en el más activo de América Latina, alcanzando su emisión 5.400 millones de dólares en 2004 y 4.800 millones en 2005. 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), la agencia creada en 1999 para gestionar la deuda procedente del rescate al sector bancario[®]. 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 el sector de la construcción e hipotecas para la adquisición de vivienda. La Sociedad Hipotecaria Federal, un banco de desarrollo de propiedad estatal que comenzó a funcionar a finales de 2001, ha trabajado para desarrollar un marco cohesivo para los MBS, instando a los emisores a introducir bonos con características homogéneas y ejerciendo como intermediario y proveedor de liquidez en el incipiente mercado secundario para MBS.

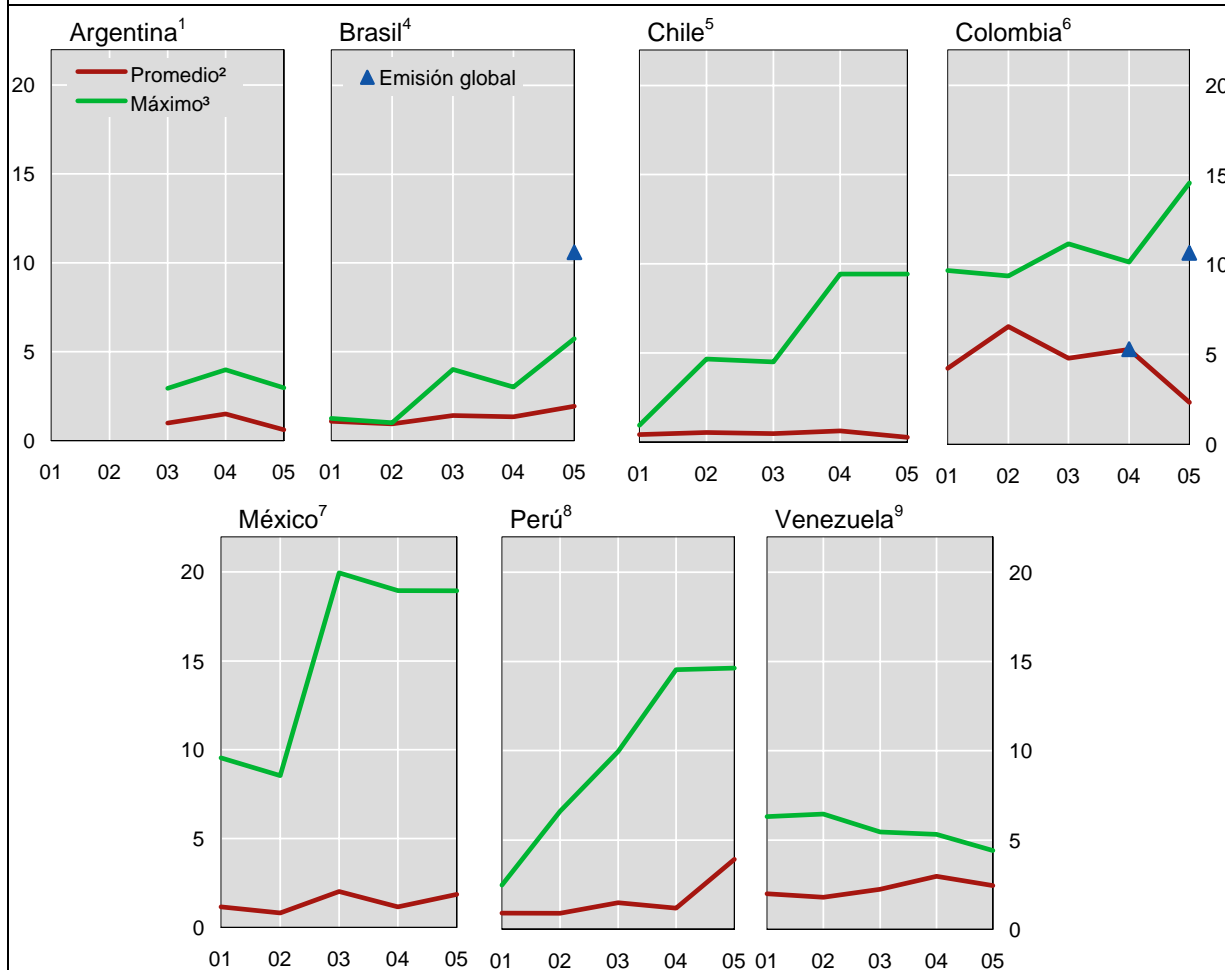
Brasil fue el segundo mercado más activo en 2005 en cuanto a emisión local, alcanzándose los 3.900 millones de dólares, frente a los 1.700 millones registrados en 2004. La popularidad de los vehículos de inversión conocidos como Fondos de Investimentos em Direitos Creditórios fueron en gran medida los responsables de esta creciente actividad, ofreciendo a las empresas una alternativa al crédito tradicional bancario, pues les permiten titular sus partidas pendientes de cobro. Hasta 2003, la actividad en el mercado brasileño era prácticamente inexistente, ya que los emisores potenciales quedaban disuadidos por el elevado coste de establecer una sociedad instrumental para la titulización de activos (SPV) y la indiferencia inicial de los inversionistas ante este tipo de valores, ante la gran disponibilidad de títulos de deuda gubernamental de alta calidad.

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, creciendo sus emisiones desde 525 millones de dólares en 2004 hasta 1.800 millones en 2005.

[®]Las operaciones con títulos del IPAB alcanzaron 4.100 millones de dólares en 2004 y 2.800 millones en 2005.

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

En años



¹ Incluye letras del Tesoro (excepto las emitidas el 14 de febrero de 2002), Lebac y Nobac. ² Media de las nuevas emisiones ponderada por la emisión total (excluidas las emisiones globales). ³ Vencimiento residual al final del año de la emisión con el vencimiento pendiente más largo (excluidas las emisiones globales); sólo para bonos emitidos desde 2001 en adelante. ⁴ LTN, NTN-F y emisiones globales. ⁵ Emisiones del banco central. ⁶ TES y emisiones globales; incluye sólo emisiones internas de títulos del Gobierno. ⁷ Cetes y bonos del Gobierno. ⁸ 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). ⁹ Letras del Tesoro y bonos del Gobierno.

Fuentes: Bloomberg; datos nacionales.

Gráfico 3

no gubernamental, como ilustra la expansión de la actividad de titularización en la región (véase el Recuadro de la página 5).

En tercer lugar, los títulos a interés variable y los indexados a la inflación siguen representando una gran proporción del total de deuda pública local en circulación. No obstante, se ha producido un cambio significativo en su composición. Como se observa en el Gráfico 2, la deuda indexada a los tipos de cambio se ha ido eliminando en la mayoría de países, incluyendo Brasil y México, como resultado de los programas de gestión de deuda destinados a reducir la vulnerabilidad frente a choques externos. Las principales excepciones han sido Argentina y Venezuela³. Asimismo, la proporción de

La deuda está sesgada hacia títulos a interés variable y hacia títulos indexados a la inflación...

³ En Argentina, que no figura en el Gráfico 2, la deuda ligada a tipos de cambio se ha utilizado para recuperar el acceso a los mercados desde la suspensión de pagos del país.

títulos de deuda a interés fijo ha aumentado en la mayoría de países. Esto es particularmente notorio en México, donde la participación de la deuda a tasa fija alcanzó cerca del 40% a finales de 2005 (frente a menos del 5% registrado en el año 2000). Brasil también ha hecho avances significativos ya que la deuda a tasa fija ahora representa casi el 30% de las obligaciones negociables (frente al 15% en 2000).

... no obstante, sus vencimientos se están extendiendo

En cuarto lugar, se ha producido una extensión gradual de la estructura de vencimientos de la deuda pública denominada en moneda local, que ha sido posible en parte a la sustitución de bonos de corto plazo por bonos a interés fijo y a la extensión del vencimiento de éstos últimos⁴. El Gráfico 3 ilustra el avance realizado por los Gobiernos para extender el vencimiento de su deuda a interés fijo en moneda local. En él se observa que la mayoría de países ha logrado extender el vencimiento máximo de estos títulos. México, por ejemplo, emite desde 2003 bonos a 20 años y en la actualidad está considerando la posibilidad de ofrecer vencimientos hasta a 30 años. Recientemente, Perú ha emitido títulos a 20 años en moneda local, todo un logro teniendo en cuenta el alto nivel de dolarización del país. Colombia, por su parte, tras haber emitido deuda a 10 años durante largo tiempo, acaba de introducir bonos a 15 años, mientras que Chile ha lanzado bonos a 10 años en un esfuerzo por reducir el grado de indexación en su mercado de deuda pública. Por último, Brasil también ha logrado algunos avances durante el último año, en parte gracias a su emisión global de un bono a 10 años denominado en moneda local⁵. A pesar del progreso realizado en la región, el número de títulos a interés fijo a largo plazo continúa siendo en muchos casos limitado, tal y como se refleja en la relativa estabilidad del vencimiento ponderado promedio de las nuevas emisiones.

La mayor disponibilidad de bonos a más largo plazo está empezando a proveer una útil representación de la curva de tipos de interés. El Gráfico 4 muestra los tipos de interés a corto y largo plazo disponibles en los países de la región. La disponibilidad de estos tipos de interés está contribuyendo a completar los mercados financieros. Sin embargo, como se analizará más adelante, la precisión de la información que se extrae de estas curvas todavía es cuestionable.

La negociación en el mercado secundario es escasa...

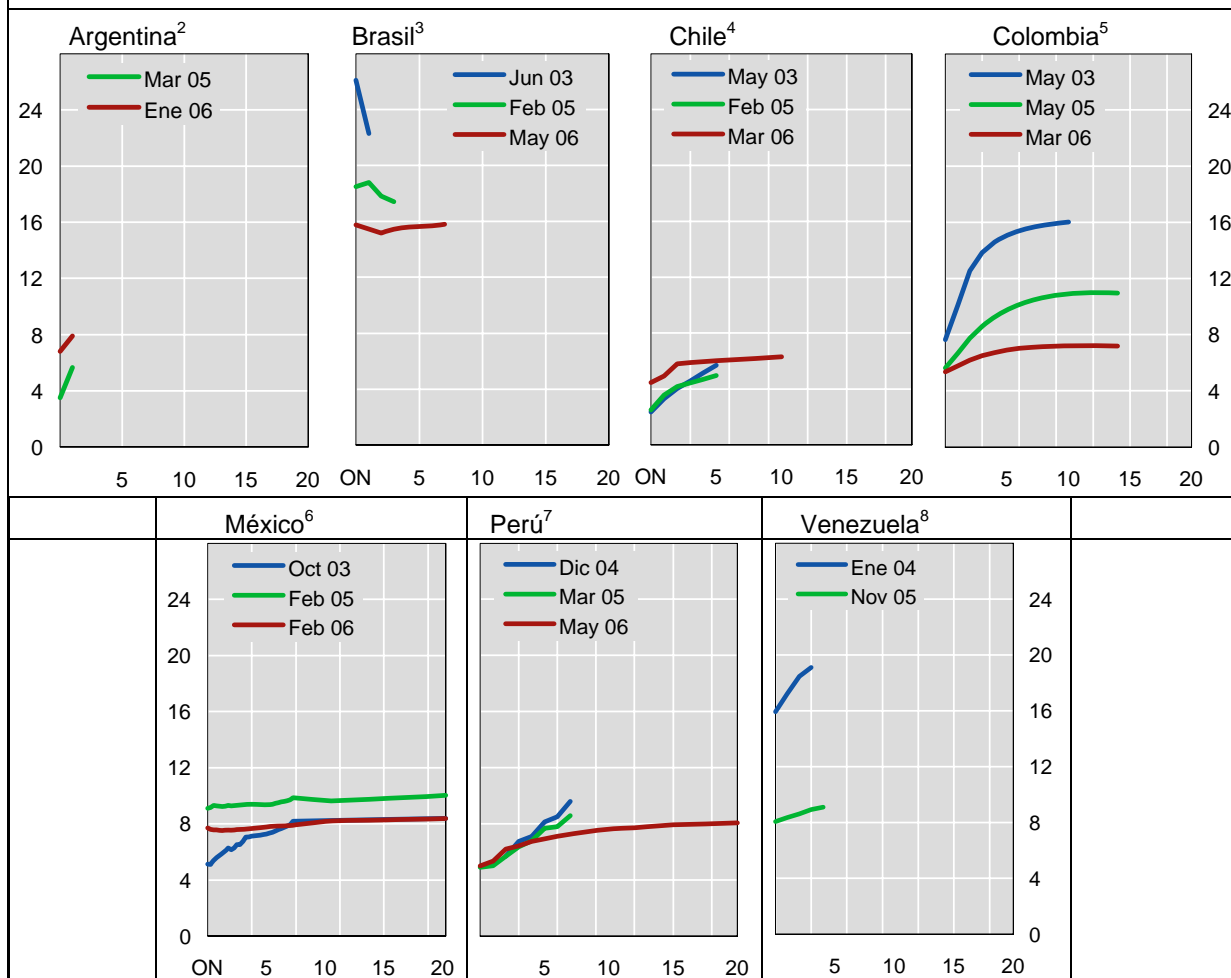
En quinto lugar, la negociación de bonos locales en el mercado secundario, que suele utilizarse como indicador de liquidez, se ha ampliado en los últimos años (véase el panel derecho del Gráfico 1), aunque permanece baja en comparación con mercados más consolidados (véase el Cuadro 2). Los datos de la Emerging Markets Trade Association (EMTA) muestran que en 2005 sus bancos miembros negociaron títulos de deuda interna de los siete principales países de la región por valor de 1,3 billones de dólares, es decir

⁴ En algunos países, también ha influido la extensión del vencimiento de la parte de la deuda que está indexada a los tipos de interés a corto plazo o a la inflación.

⁵ Véase en Tovar (2005) un análisis de recientes emisiones globales en moneda local en América Latina.

Curva de rendimientos de la deuda pública nacional en moneda local a interés fijo¹

En porcentaje



¹ Vencimiento residual en años (ON = a un día). ² Lebac. ³ Tipos de interés de los swaps; a largo plazo; deuda pública (NTN-F). ⁴ Emisiones del banco central ⁵ Curva de rendimientos para títulos cupón cero. ⁶ Cetes y bonos del Gobierno. ⁷ Bonos del Gobierno, mercado secundario. ⁸ Deuda pública (Vebonos), en subastas.

Fuente: datos nacionales.

Gráfico 4

1,6 veces el volumen de los títulos en circulación, lo que supone un nivel de actividad menor que en mercados más asentados. Aunque los datos no sean completamente comparables, la negociación de títulos del Tesoro de Estados Unidos ese mismo año alcanzó los 139 billones de dólares, 22 veces el volumen en circulación de estos títulos. Además, dentro de América Latina también se constatan considerables diferencias en cuanto a la actividad de los mercados secundarios. Así, mientras que el volumen de contratación anual de títulos mexicanos es cinco veces mayor que el total en circulación, en el caso de Perú y Venezuela es inferior al saldo de títulos en circulación.

La liquidez también tiene otras dimensiones importantes, como es el grado de margen de negociación en el mercado ("tightness"), es decir, la eficiencia con la que los participantes del mercado pueden negociar. Como muestra el Cuadro 2, los mercados de deuda pública a interés fijo no parecen tener mucho margen con relación al mercado estadounidense. De hecho, el margen entre el precio de compra y de venta, que dan idea de los costes que

soportan los participantes en el mercado al realizar sus operaciones, son significativamente más altos en América Latina que en Estados Unidos⁶. 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.

... aunque se está ampliando la contratación de derivados

En sexto y último lugar, aunque en la región por ahora no se negocian activamente derivados sobre deuda pública de referencia, la contratación de derivados sobre tipos de interés a corto plazo y de swaps 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. Esto explica la gran expansión de la negociación bursátil en los últimos años, habiéndose alcanzado los 6,9 billones de dólares en 2005 frente a los 2,6 billones registrados en 2000⁷. En

Indicadores de liquidez en mercados secundarios de títulos públicos locales en 2005

	Contratación anual		Diferencial compra-venta	Tamaño medio de la operación con relación al diferencial compra-venta
	Millones USD	En porcentaje de los valores en circulación		
Argentina	91.500	187	10-50 pb para bonos a interés fijo y bonos indexados a la inflación	2-10 m ARS
Brasil	433.000	79	5 pb para bonos a interés fijo	10-50 m BRL
Chile	26.000	98	5 pb para bonos a interés fijo	100 m CLP
			5-10 pb para bonos indexados a la inflación	100.000 UF
Colombia	45.000	132	3-5 pb para bonos a interés fijo	2.000 m COP
México	696.700	494	3-5 pb para bonos a interés fijo	50-100 m MXN
			5-15 pb para bonos indexados a la inflación	5-10 m MXN
Perú	2.600	46	10-20 pb para bonos a interés fijo	1 m USD
Venezuela	2.800	39	50-100 pb para bonos a interés variable	2.400 m VEB
Total	1.297.600	160
<i>Pro memoria:</i>				
<i>Estados Unidos</i>	<i>138.756.000</i>	<i>2.186</i>	<i>0,8-1,6 pb para bonos a interés fijo</i>	<i>25 m 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); Reserva Federal; Banco Central de Venezuela; FMI; Citigroup; EMTA; JPMorgan Chase; BPI.

Cuadro 2

⁶ A modo de referencia, los diferenciales entre el precio de compra y de venta en los mercados asiáticos de deuda pública oscilan entre 1-2 puntos básicos en el caso de Corea, la India y Singapur, hasta los 7 puntos básicos de Indonesia (véase Jiang y McCauley (2004)).

⁷ Compárese esa cifra con la actividad bursátil en Estados Unidos, que alcanzó los 750 billones de dólares en 2005.

México, donde la actividad bursátil en títulos de renta fija se limita a contratos sobre los tipos de interés interbancarios (TIIE), se alcanzó el billón de dólares de contratación, 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 tipos de interés que conllevan los bonos en moneda local, facilitándoles así su participación en estos mercados⁸.

Diversificación y sostenibilidad de la expansión del mercado de bonos

La expansión de los mercados de deuda local depende en parte de la sostenibilidad del proceso de diversificación de carteras a nivel mundial. En este sentido, 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 permanentes.

Los factores que sustentan el proceso parecen permanentes

Para empezar, se ha producido un proceso secular de integración entre las economías más avanzadas y las de los mercados emergentes, lo que implica mayor disponibilidad de información asequible y en tiempo real sobre el desempeño de los distintos países y empresas. El desarrollo de tecnologías para la negociación electrónica también ha reducido significativamente los costes operativos y el tiempo de procesamiento, ampliando con ello aún más la participación en los mercados (Wooldridge et al (2003)).

Además, la deuda en moneda local ha ganado atractivo como una “clase de activos” para los inversionistas internacionales merced a la mejora de las políticas y de los resultados obtenidos en gran parte de la región. La mayoría de países goza ahora de un entorno de inflación baja, grandes superávits fiscales primarios y posiciones favorables en la balanza por cuenta corriente, lo que ha contribuido a que los tipos de interés se fijen cada vez más en función de las condiciones económicas internas y no a partir de factores externos. De hecho, en países como México, la curva de rendimientos local recientemente se ha ido “desligando” de la curva de rendimientos estadounidense.

⁸ Los mercados de deuda en moneda local han servido de estímulo para los mercados de derivados en México. Aprovechando la demanda que tienen los títulos de alta calificación denominados en pesos, instituciones financieras de otros países han emitido una serie de bonos en dicha moneda. Dado que estos emisores suelen convertir en otras monedas los ingresos que les reportan estas emisiones, esto ha 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 derivados extrabursátiles (véase BIS (2005)).

Mercado de bonos nacionales: correlaciones y rendimientos

Enero 2003–Abril 2006

Correlaciones		GBI-EM ¹							EMBI ²	Bono Tesoro EEUU 10 años
		Brasil ³	Chile	Colombia	México	Am Lat	Asia	Europa		
GBI-EM ¹	Brasil ³	1,00								
	Chile	0,34	1,00							
	Colombia	0,52	0,29	1,00						
	México	0,50	0,56	0,48	1,00					
	Am Lat	0,78	0,53	0,72	0,89	1,00				
	Asia	0,33	0,07	0,31	0,31	0,35	1,00			
	Europa	0,10	0,21	0,21	0,28	0,25	0,42	1,00		
EMBI ²		0,52	0,24	0,49	0,50	0,56	0,49	0,49	1,00	
Bono Tesoro EEUU 10 años		0,23	0,00	0,22	0,25	0,24	0,37	0,37	0,71	1,00
Rendimientos										
2003		23,7	27,7	19,4	7,1	16,7	7,9	14,0	22,3	2,1
2004		24,1	16,3	336	5,6	13,8	3,0	28,9	11,7	5,7
2005		36,9	16,2	26,1	21,2	22,8	5,2	3,9	10,3	2,4
2006 (en lo que va de año)		14,7	-1,6	3,2	-0,7	6,1	3,5	1,5	1,5	-3,1
Acumulado		142,2	65,8	117,5	34,9	73,2	21,1	55,4	53,1	7,2
¹ GBI-EM Broad Diversified. ² EMBI Global Diversified. ³ La muestra comienza en mayo de 2003 y acaba en abril de 2006.										
Fuente: Cálculos de los autores a partir de datos de JPMorgan Chase. Cuadro 3										

Los mercados locales han permitido la diversificación

El Cuadro 3 presenta evidencias más generales sobre los beneficios de diversificación que ofrecen los mercados latinoamericanos de bonos internos con respecto a otras clases de activos en carteras internacionales, al menos para los inversionistas en dólares estadounidenses. Estas oportunidades 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 (0,35 y 0,25 respectivamente); (b) la del índice EMBI de títulos de deuda en divisas (0,56); y (c) la de las letras del Tesoro de Estados Unidos a 10 años (0,24). Estas últimas han presentado una correlación con la deuda latinoamericana en moneda local menor que con sus equivalentes en Asia y Europa (0,37 en ambos casos) o que con el índice EMBI Global Diversified (0,71)⁹. La última línea del Cuadro 3 muestra que estas ventajas en términos de diversificación no se produjeron a costa de menores rendimientos durante el periodo, puesto que desde 2003 la rentabilidad acumulada de América Latina ha superado a la de otros mercados emergentes al reducirse los rendimientos nominales locales y apreciarse las monedas locales.

⁹ Giacomelli y Pianetti (2005) obtienen resultados similares.

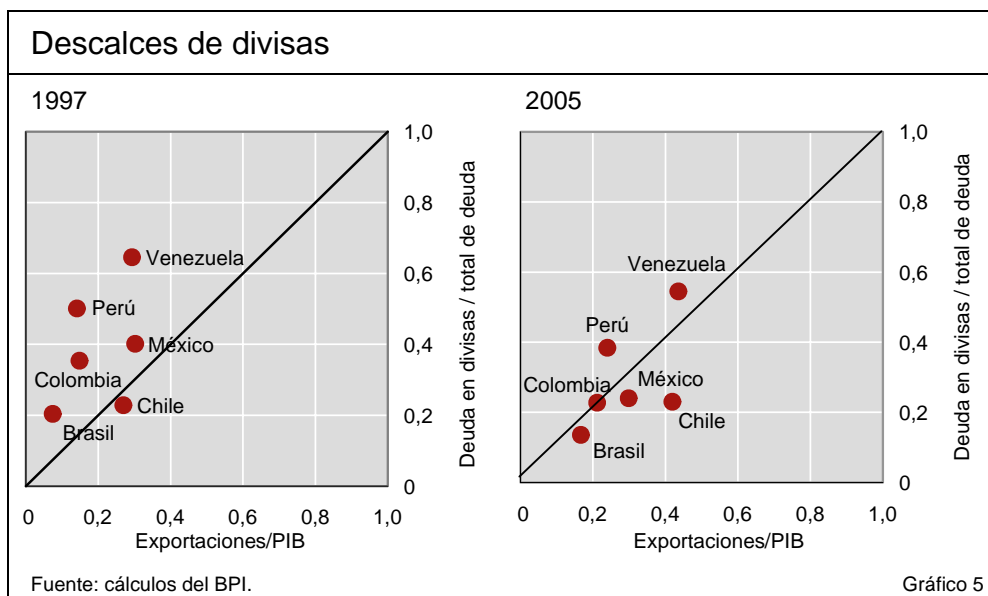
Sin embargo, estos beneficios dependen en parte de que las correlaciones con los rendimientos de otros instrumentos de renta fija se mantengan en periodos de estrés. Aunque hay evidencia empírica que avalaría esta posibilidad (Bayliss (2004)), no se dispone todavía de datos suficientes como para comprobar la estabilidad de dichas correlaciones más allá de un intervalo de tiempo limitado. Para poder obtener conclusiones más contundentes, sería necesario comprobar los resultados durante un episodio prolongado con condiciones de mercado sensiblemente menos favorables.

Descalces cambiarios y riesgos de refinanciación

Al analizar los mercados de deuda en América Latina, es esencial entender hasta qué punto su desarrollo ha ayudado a reducir la vulnerabilidad asociada a los descalces cambiarios y a los desfases de vencimientos.

En cuanto a los primeros, la evidencia disponible apunta a que los avances en el desarrollo de estos mercados pueden haber contribuido a reducir los desajustes entre posiciones denominadas en distintas monedas (los llamados descalces cambiarios) observados en la región. Así ocurre especialmente cuando se tiene en cuenta el abandono antes mencionado de los títulos indexados al dólar por parte del sector público. También en términos agregados se han reducido los descalces cambiarios en la región. Una de las medidas más utilizadas para calcular este desajuste es la participación de la deuda denominada en moneda extranjera en el total de deuda, dividido todo ello por el cociente entre exportaciones y el PIB¹⁰. Como ilustra el Gráfico 5, esta proporción era en 1997 muy superior a 1 en todos los grandes países excepto en Chile (es decir, se sitúan por encima de la línea de 45 grados), mientras que en 2005 se había reducido significativamente en toda la región.

Los mercados de deuda local han contribuido a reducir los descalces cambiarios...



¹⁰ Este indicador tiene en cuenta no sólo el impacto de los tipos de cambio sobre el valor de los activos y pasivos, sino también la moneda en la que se denominan los flujos de entrada de capitales (véase Goldstein y Turner (2004)).

Los coeficientes de dolarización, definidos como el porcentaje de depósitos en dólares respecto al total de depósitos en el sistema bancario, también han disminuido, especialmente en Perú, donde han pasado del 77% en 1999 al 62% en 2005. Los estudios a nivel de empresa muestran que también se han reducido los descalces cambiarios en el sector corporativo de la región. Por ejemplo, Bleakey y Cowan (2005) encuentran que ahora las empresas suelen intentar que la combinación de monedas en las que se denomina su deuda coincida con la de sus ingresos.

... pero pueden haber ampliado los desfases de vencimientos

A pesar de esta evolución positiva, el giro hacia la inversión en deuda interna en detrimento de los títulos externos puede haber sustituido el riesgo de descalces cambiarios por el de desfases de vencimientos. A pesar de la mejora del entorno económico, los inversionistas de algunos países aún se muestran reacios a invertir en obligaciones en moneda local a interés fijo y con vencimientos largos. De ahí el predominio de los títulos a corto plazo, a interés variable e indexados a la inflación (como indican los Gráficos 1 y 2), que podría exponer a los Gobiernos de la región a un grado significativo de riesgo de refinanciación en caso de deteriorarse las condiciones financieras nacionales o internacionales. Lo mismo ocurre en el sector empresarial, donde no se ha hecho mucho por reducir los desfases de vencimientos. Así por ejemplo, los datos a nivel de empresa recopilados por Kamil (2004) muestran que la proporción de obligaciones a largo plazo en el total de bonos ha caído en la región desde mediados de los años 90.

Liquidez en el mercado secundario

El escaso nivel de negociación en el mercado secundario resulta preocupante, puesto que la existencia de mercados activos es un requisito esencial para poder tomar y cerrar posiciones con eficiencia de costes. La escasez o interrupción de liquidez en momentos de tensión puede originar profundos cambios en los precios del mercado y volatilidad¹¹. Además, la liquidez también es necesaria para el buen funcionamiento de los nuevos sistemas de gestión de riesgos, que dependen de la obtención de tasas de referencia precisas para valorar las carteras y del buen funcionamiento de los mercados para reequilibrar frecuentemente las posiciones. La falta de profundidad y liquidez en el tramo largo de las curvas de rendimientos también puede mermar la precisión de la información sobre precios que de ellas se obtiene. Por ejemplo, los cambios en la curva de rendimientos pueden ser difíciles de interpretar porque en el precio de los bonos a largo plazo influyen, además de

¹¹ De hecho, numerosos países latinoamericanos ya han dado muestras de vulnerabilidad en episodios de tensión, como por ejemplo Brasil en 2001 y 2002 o Colombia en 2002, donde la agitación en los mercados financieros produjo un receso de liquidez para la deuda pública. En el caso de Colombia, el Gobierno no pudo emitir bonos en el segundo semestre de 2002, lo que se conoció localmente como la "mini-crisis TES".

factores macroeconómicos, las primas por liquidez y otras compensaciones¹².

La liquidez del mercado puede guardar relación con una serie de factores. El tamaño de un mercado de bonos y de las emisiones que lo componen suele considerarse determinante para su profundidad y liquidez. McCauley y Remolona (2000) estiman que un mercado de deuda puede considerarse profundo y líquido a partir los 100.000 millones de dólares aproximadamente. En América Latina, sólo Brasil y México superan este umbral. Sin embargo, como muestra el Cuadro 2, Colombia ha logrado desarrollar un mercado relativamente líquido pese al reducido tamaño de su mercado de deuda pública.

Además, el tipo de títulos que se contrata en un mercado también puede condicionar su liquidez. En general, los valores indexados suelen mantenerse hasta su vencimiento, por lo que se negocian menos y su liquidez es inferior a la de instrumentos del mercado de dinero o bonos a interés fijo. Así lo demuestra el hecho de que los diferenciales entre el precio de compra y de venta sean más amplios en el caso de títulos indexados a la inflación. La multiplicidad de instrumentos disponibles también puede impedir que se cuente con una cantidad suficiente de títulos homogéneos como para permitir la negociación activa. En Brasil, por ejemplo, existen diversos tipos de títulos indexados a la inflación, mientras en México los valores a interés fijo los emiten una serie de prestatarios del sector público. La consolidación de la oferta de títulos públicos, ya sea en cuanto a los propios instrumentos o a sus entidades emisoras, probablemente ayudaría mucho a mejorar la liquidez.

Igualmente importante es la amplitud de la base de inversionistas. El cambio hacia sistemas de pensiones privados en la región ha disparado la demanda institucional de títulos locales, si bien la diversidad de inversionistas es limitada¹³. Por ejemplo, el sector de los fondos de inversión no se ha desarrollado plenamente (excepto en Brasil), las sociedades de seguros suelen ser pequeñas y los fondos de cobertura o inversión libre (hedge funds) prácticamente no existen. En algunos países, como Chile, los fondos de pensiones constituyen en la práctica un monopsonio para los mercados de valores. Asimismo, la presencia de inversionistas extranjeros aún es limitada en la mayoría de mercados nacionales debido a la preponderancia de los controles de capital, que todavía existen en Argentina, Brasil, Colombia y Venezuela. La actividad negociadora también se ve limitada por diversas restricciones de carácter regulador o por los gravámenes que se aplican a los

El tamaño del mercado tiene efectos sobre la liquidez...

... al igual que la gama de instrumentos disponibles...

... y el tamaño de la base de inversionistas

¹² En economías que han atravesado por periodos de elevada inflación y/o persistentes desequilibrios fiscales, la oscilación de la prima de riesgo puede ser tan pronunciada y difícil de descifrar que altere las señales que dan los precios sobre la economía real y la política macroeconómica. A la prima por riesgo también se suma la posibilidad de que ocurran acontecimientos adversos graves y de escasa probabilidad.

¹³ La inversión institucional ha jugado un papel limitado en la mayoría de países. En Chile, los activos en manos de fondos de pensiones crecieron progresivamente desde comienzos de la década de los 70 hasta rondar el 70% del PIB en 2004. Sin embargo, en otros países estas tenencias son mucho menores, desde el 6% del PIB en el caso de México hasta el 14% en Argentina (Crabbe (2005)).

intereses abonados, las plusvalías y las operaciones¹⁴. La fuerte demanda de emisiones globales en moneda local lanzada por Brasil y Colombia ilustra bastante bien la preferencia de los inversionistas por valores que están exentos de dichas trabas (Tovar (2005)). Igualmente, gran parte de la reciente expansión de los mercados internos en México ha obedecido al fácil acceso de la inversión extranjera al mercado local de bonos.

Conclusión

Las economías de América Latina han avanzado significativamente en el desarrollo de sus mercados locales de deuda, pero aún quedan varios retos. Lo más acuciante es la necesidad de reducir la vulnerabilidad de las modalidades de deuda al riesgo de refinanciación y aumentar la liquidez en el mercado secundario. Asimismo, todavía hay que comprobar hasta qué punto estos mercados constituyen una fuente de financiación confiable y sostenible para dichas economías. Si bien la región parece ahora menos vulnerable a los choques financieros, unas condiciones de mercado menos favorables podrían exponer sus incipientes mercados de deuda a presiones adicionales imprevistas. En este sentido, los órganos encargados de las políticas deben fomentar un mayor desarrollo de dichos mercados.

Referencias

Bank for International Settlements (2005): "Derivatives markets", *BIS Quarterly Review*, December, pp 43–53.

Bayliss, J (2004): *Emerging markets' external debt as an asset class*, JPMorgan Emerging Markets Research.

Bleakey, H y K Cowan (2005): *Corporate dollar debt and devaluations: much ado about nothing?*, mimeo.

Crabbe, C (2005): *A quarter century of pension reform in Latin America; lessons learned and next steps*, Banco Interamericano de Desarrollo.

Giacomelli, D y F Pianetti (2005): *Expanding the efficient frontier*, JPMorgan Emerging Markets Research.

Goldstein, M y P Turner (2004): *Controlling currency mismatches in emerging markets*, Institute for International Economics, Washington DC.

Jeanneau, S y C Pérez Verdia (2005): "Reducción de la vulnerabilidad financiera: el desarrollo del mercado de deuda pública nacional en México", *Informe Trimestral del BPI*, diciembre, pp 95–107.

¹⁴ En Brasil, los inversionistas foráneos deben declarar sus compras de títulos al órgano nacional para la regulación de valores y al banco central, además de nombrar a un representante legal para vigilar la situación fiscal de sus operaciones. También están sujetos, como mínimo, a dos tipos de gravámenes sobre operaciones (en febrero de 2006 se eliminó la retención de un impuesto adicional del 15% sobre plusvalías). En Colombia, los inversionistas extranjeros sólo pueden adquirir títulos locales a través de un *trust* de inversión y soportan un impuesto retenido en origen que varía según el vencimiento del título valor.

Jiang, G y R McCauley (2004): “Los mercados asiáticos de bonos denominados en moneda local”, *Informe Trimestral del BPI*, junio, pp 67–79.

Kamil, H (2004): *A new database on the currency composition and maturity structure of firms' balance sheets in Latin America, 1990–2002*, Banco Interamericano de Desarrollo, mimeo.

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.

McCauley, R y E Remolona (2000): “Size and liquidity of government bond markets”, *BIS Quarterly Review*, November, pp 52–60.

Sack, B y R Elsasser (2004): “Treasury inflation-indexed debt: a review of the US experience”, *FRBNY Economic Policy Review*, May, pp 37–63.

Tovar, C (2005): “Deuda pública internacional denominada en moneda local: evolución más reciente en América Latina”, *Informe Trimestral del BPI*, diciembre, pp 109–18.

Wooldridge, P, D Domanski y A Cobau (2003): “La evolución de los vínculos entre los mercados financieros tradicionales y los emergentes”, *Informe Trimestral del BP*, septiembre, pp 45–54.