

Deuda pública internacional denominada en moneda local: desarrollo reciente en América Latina¹

Tradicionalmente los Gobiernos de América Latina se han enfrentado a serias dificultades en los mercados internacionales a la hora de emitir deuda pública denominada en su propia moneda. No obstante, tres países de la región han emitido recientemente este tipo de deuda, lo que podría indicar un cambio permanente en la manera en la que los prestatarios latinoamericanos acceden a los mercados internacionales de deuda. Aun así, queda por ver hasta qué punto la emisión de deuda internacional denominada en moneda local complementa el desarrollo de los mercados nacionales de deuda.

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

Los Gobiernos de economías emergentes pueden obtener financiación tanto en su país como fuera de él, ya sea en moneda local o extranjera. En América Latina, aproximadamente dos quintas partes de la deuda pública se negocia en mercados internacionales, y de esta es casi nula la proporción que está denominada en moneda local. A estas alturas, es bien sabido que la dependencia de financiación en moneda extranjera agrava los descalces cambiarios y aumenta la vulnerabilidad de los países a las crisis en caso de choques externos adversos.

Aun cuando los países latinoamericanos han ampliado el tamaño de sus mercados nacionales de deuda, su emisión internacional en moneda local ha permanecido moderada. Ahora bien, tres países de la región han emitido recientemente deuda externa denominada en su propia moneda: Uruguay en 2003 y 2004, Colombia en 2004 y 2005, y Brasil en 2005. Estas emisiones han llamado la atención de autoridades económicas en distintas partes así como de los mercados financieros, ya que representan un cambio significativo en la manera en que los prestamistas de estos países acceden al capital externo.

¹ Las opiniones expresadas en este artículo son las de su autor y no reflejan necesariamente las del BPI. Quisiera agradecer a Angus Butler, Claudio Borio, Gregor Heinrich, Corrinne Ho, Serge Jeanneau, Ana Fernanda Maihuasca, Ramón Moreno, Frank Packer, Michela Scatigna, Philip Turner, Agustín Villar y William White sus valiosos comentarios.

Este artículo analiza la reciente emisión por países de América Latina de deuda soberana internacional denominada en moneda local. El artículo comienza con una revisión de las características específicas de los bonos emitidos. A continuación, discute los cambios estructurales o cíclicos que facilitaron su emisión. En la tercera sección del artículo, se evalúa hasta qué punto este tipo de bonos pueden llegar a convertirse en un componente permanente del financiamiento de estas economías. En la cuarta sección se examina el impacto potencial que pueden tener estos títulos para el desarrollo de los mercados de bonos nacionales en la región. La sección final ofrece algunas conclusiones.

Bonos globales de deuda soberana denominados en moneda local

Las dificultades que encuentran algunos países para obtener financiación en el extranjero en su propia moneda se conoce en el ámbito académico como “pecado original”, en alusión a las profundas deficiencias estructurales y a las características intrínsecas del sistema financiero internacional². En efecto, como ya se ha mencionado, los Gobiernos de América Latina en contadas ocasiones han podido financiarse en los mercados internacionales en su propia moneda. No obstante, tres países de la región han intentado en los últimos años romper esta tradición.

En octubre de 2003, y en el marco de un programa de reestructuración de su deuda, Uruguay emitió títulos de deuda internacionales denominados en moneda nacional por valor de 7.300 millones de pesos uruguayos (UYU) —lo que equivale a 290 millones de dólares de Estados Unidos (USD)— (véase el Cuadro 1). Estos bonos están indexados a la inflación con un cupón del 10,5%, y los intereses y el capital se liquidan en dólares de Estados Unidos³. En agosto de 2004, Uruguay lanzó una nueva emisión de deuda internacional por valor de 8.200 millones UYU (250 millones USD), esta vez sin indexación. No obstante, esta emisión resultó ser muy costosa para un título con vencimiento tan corto (dos años), ya que su cupón superó el 17%.

En noviembre de 2004, el Gobierno de Colombia colocó en el mercado deuda por valor de 954.200 millones de pesos colombianos (COP) —375 millones USD—, los cuales también se liquidan en dólares de EEUU. Estos bonos (TES Global) se emitieron bajo condiciones muy ventajosas para el emisor, como refleja su cupón del 11,75% y su vencimiento a cinco años. La demanda fue alta, alcanzándose una colocación total de 1.100 millones de

² Según los defensores de este concepto, el “pecado original” tendría dos dimensiones: una internacional, que se refiere a la imposibilidad para endeudarse en el exterior en moneda local, y otra nacional, referente a la incapacidad para hacerlo en el propio país a un tipo de interés fijo a largo plazo. Véase Eichengreen et al (2005).

³ Antes de convertirse y abonarse en dólares de EEUU, el reembolso de los bonos en UYU se determinará con relación a los cambios en las unidades monetarias indexadas a la inflación (UI) desde el momento de la emisión hasta la fecha de amortización. Se aplicarán cálculos similares al pago de intereses según la tasa nominal que figura en el bono.

| Emisiones seleccionadas de deuda pública internacional en moneda local | | | | | | |
|--|------------------|----------------------|----------------------|-------|----------------------------------|--------------------|
| País | Fecha de emisión | Fecha de vencimiento | Volumen ¹ | Cupón | Calificación: Moody's/ Fitch/S&P | Mercado |
| Argentina | Dic 1996 | Dic 1998 | 250 | 8,75 | No disponible | Euromercado |
| Argentina | Feb 1997 | Feb 2007 | 500 | 11,75 | Ca/D/D | Colocación privada |
| Argentina ^{2,3} | Jun 1997 | Jul 2049 | 500 | 8,75 | WR/D/NR | Colocación privada |
| Argentina ³ | Jul 1997 | Jul 2049 | 500 | 8,75 | WR/D/NR | Euromercado |
| Argentina ⁴ | Jun 2001 | Sep 2008 | 931 | 12,00 | Ca/NA/D | Internacional |
| Brasil | Sep 2005 | Ene 2016 | 1.479 | 12,50 | B1/NA/BB- | Internacional |
| Colombia ⁵ | Nov 2004 | Mar 2010 | 500 | 11,75 | Ba2/BB/BB | Internacional |
| Colombia | Feb 2005 | Oct 2015 | 325 | 12,00 | Ba2/BB/BB | Internacional |
| Uruguay ⁶ | Oct 2003 | Oct 2006 | 290 | 10,50 | B3/B/B | Internacional |
| Uruguay | Ago 2004 | Feb 2006 | 250 | 17,75 | B3/B/B | Internacional |

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

¹ Cantidad emitida en millones de dólares de EEUU; cuando no se disponía de cifras oficiales, se ha utilizado el tipo de cambio medio mensual. ² Emisión según Regla 144A. ³ Títulos ofrecidos a cambio de nueva deuda. ⁴ Títulos emitidos a cambio de bonos admisibles en pesos argentinos. ⁵ La emisión se relanzó en enero de 2005 por un valor adicional de 125 millones \$. ⁶ Bonos indexados a la inflación y con cláusulas de acción colectiva.

Fuente: Bloomberg. Cuadro 1

dolares. Los inversionistas estadounidenses adquirieron el 65% de los bonos, los europeos el 30% y los latinoamericanos el 5% restante. El éxito de la emisión se corroboró con el relanzamiento del bono en enero de 2005 por valor de 293.700 millones COP (125 millones USD). En ambos casos, los bonos se emitieron por debajo del costo de deuda similar emitida en el mercado nacional (50 y 31 puntos básicos, respectivamente). En febrero de 2005 se lanzó una nueva emisión bajo condiciones similares, pero con vencimiento más largo (10,7 años). El costo del financiamiento fue nuevamente más bajo que en el mercado nacional (20 puntos básicos por debajo del coste extrapolado de títulos similares en el mercado interno⁴).

Más tarde, en septiembre de 2005, Brasil siguió el ejemplo de Uruguay y Colombia al emitir títulos de deuda internacionales por valor de 3.400 millones de reales brasileños (BRL) —1.500 millones USD—, con un vencimiento superior a 10 años y un cupón del 12,5%. Al igual que los títulos descritos con anterioridad, estos bonos liquidan los intereses y el capital en dólares de EEUU. La emisión brasileña fue todo un éxito ya que su demanda superó

Los bonos globales en moneda local que son liquidados en dólares de EEUU...

⁴ Véase el correspondiente comunicado de prensa por parte del Ministerio de Finanzas y Crédito Público de Colombia (www.minhacienda.gov.co).

varias veces la cantidad ofrecida y su distribución fue realmente internacional al ser adquiridos por inversionistas de Europa y Estados Unidos. Igualmente, la emisión extendió hasta los 10 años el vencimiento de la curva de rendimiento para deuda pública denominada en reales a interés fijo, que en el mercado nacional no excede los siete años.

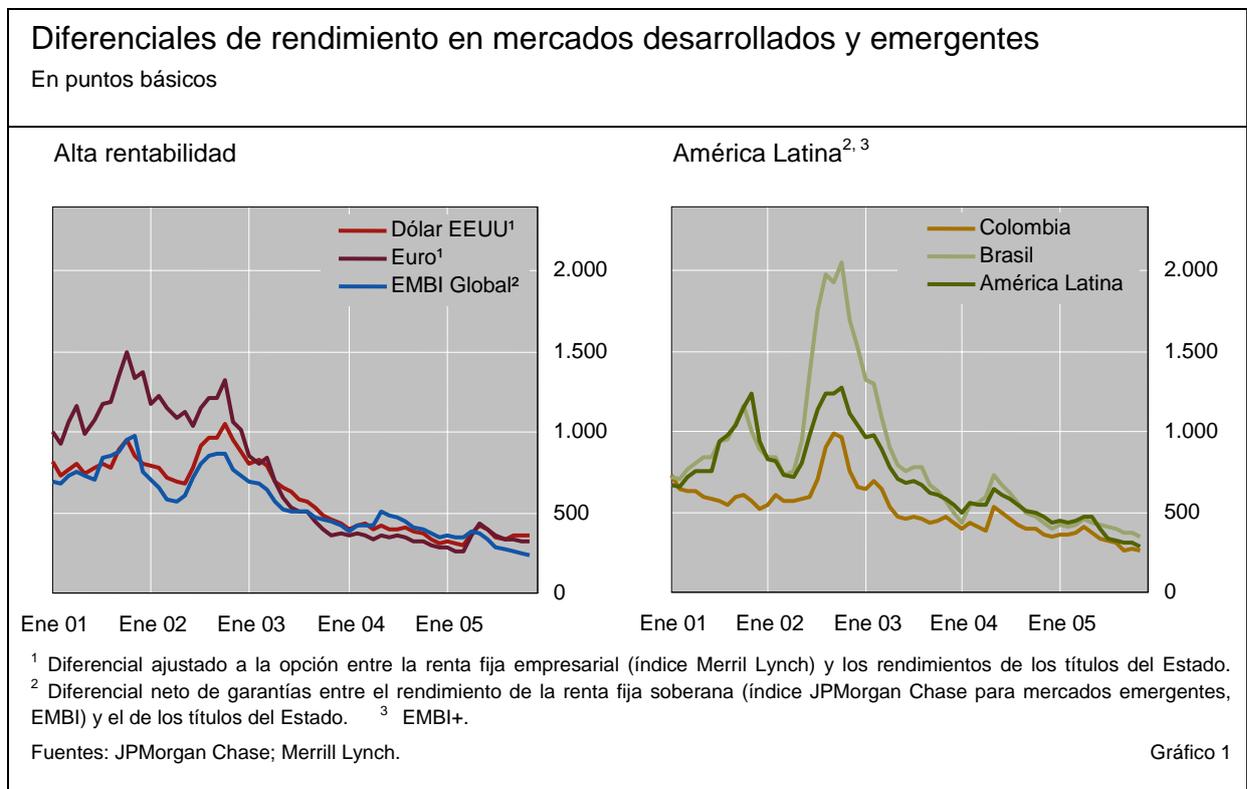
Tanto las emisiones brasileñas como las colombianas revisten especial interés por varias razones. En primer lugar, no fueron el resultado de un proceso de reestructuración de la deuda, como fue el caso en Uruguay. En segundo lugar, los valores ofrecen términos de vencimientos relativamente largos. Tercero, los bonos no están indexados a la inflación, sino que están denominados en moneda local a un tipo de interés fijo, permitiéndole así al Gobierno transferir tanto el riesgo inflacionario como cambiario a los inversionistas. Así mismo, y al igual que en el caso de Uruguay, al liquidarse los pagos en dólares de EEUU, los títulos liberan a los inversionistas de cualquier *riesgo de convertibilidad* asociado a controles cambiarios⁵.

... transfieren el riesgo cambiario a los inversionistas, al tiempo que les evitan el riesgo de convertibilidad

Factores favorables

Diversos factores hicieron posible estas emisiones. Hasta cierto punto, las crisis financieras por las que atravesaron estos países prácticamente no dejaron otra elección a sus Gobiernos. En el pasado, aquellos países que lograron superar las dificultades para emitir deuda en moneda local lo hicieron

Las recientes crisis financieras forzaron a los Gobiernos a buscar alternativas de financiación



⁵ Colombia ha impuesto recientemente controles administrativos que exigen un periodo de maduración mínimo de un año para las inversiones de cartera a corto plazo procedentes del exterior. Dicha medida comenzó a aplicarse el 15 de diciembre de 2004 y aún está en vigor.

| Indicadores macroeconómicos de Brasil, Colombia y Uruguay 2000–04 | | | | | | |
|--|--------|------|----------|------|---------|------|
| | Brasil | | Colombia | | Uruguay | |
| | 2000 | 2004 | 2000 | 2004 | 2000 | 2004 |
| PIB real ¹ | 4,4 | 4,9 | 2,9 | 4,0 | -1,4 | 12,0 |
| Precios al consumidor ¹ | 7,0 | 6,6 | 9,2 | 5,9 | 4,8 | 9,2 |
| Balance fiscal ^{2,3} | 3,5 | 4,6 | -6,8 | -4,5 | -4,0 | -2,4 |
| Cuenta corriente ² | -4,0 | 1,9 | 0,9 | -1,0 | -2,8 | -0,8 |
| Tipo de cambio real efectivo ⁴ | 83,3 | 67,1 | 100,8 | 92,6 | 114,1 | 97,2 |
| Deuda externa ² | 39,5 | 36,4 | 43,1 | 41,1 | 72,7 | 99,3 |
| Reservas internacionales ⁵ | 32,5 | 52,7 | 8,4 | 12,8 | 2,4 | 2,5 |

¹ Variación porcentual anual. ² Como porcentaje del PIB. ³ Resultado fiscal primario ⁴ 1995 = 100.
⁵ En miles de millones de dólares de EEUU.
Fuentes: FMI, IIF; datos nacionales. Cuadro 2

después de haber sufrido importantes perturbaciones, lo que los animó a soportar el elevado coste inicial que conlleva este tipo de financiación⁶. En el caso de los países aquí analizados, las tensiones financieras de finales de los años 90 y principios de la década de 2000 obligaron a sus respectivos Gobiernos a buscar fuentes alternativas de financiación para reducir su vulnerabilidad externa. En efecto, desde entonces las autoridades han optado por emitir deuda en mercados internacionales con vencimientos a más largo plazo, han intentado evitar problemas de refinanciación relacionados con la acumulación de vencimientos y ahora, para evitar los descalces cambiarios, se han decantando por la emisión en moneda local.

Las crisis también estimularon la implementación de reformas estructurales a escala nacional con el fin de atraer inversionistas. Brasil y Colombia, en concreto, impulsaron desde comienzos de los años 90 importantes programas de reforma económica e institucional y han progresado significativamente en la adopción de un sistema de tipo de cambio flexible y de un esquema creíble de objetivos de inflación⁷. Uruguay por su parte, tras la

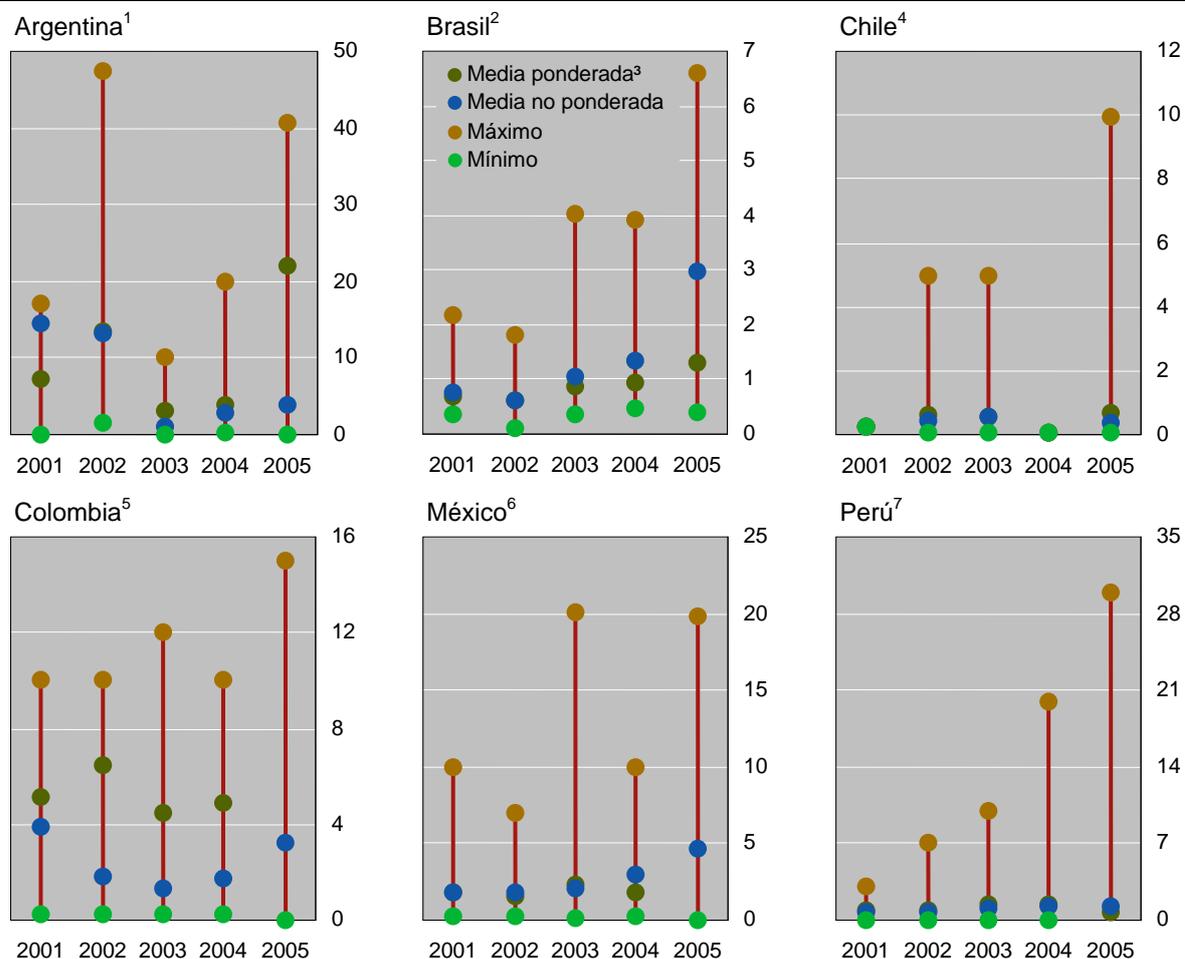
Las reformas y la mejora de los indicadores fundamentales atraen a los inversores...

⁶ Bordo et al (2005) indican que en el caso de Canadá el detonante fue la Segunda Guerra Mundial. Para Australia, Nueva Zelanda y Sudáfrica, fue el desplome del sistema de Bretton Woods, con el advenimiento de tipos de cambio nominales flotantes y el fin de los controles de capital. Véase Goldstein and Turner (2004) para saber cómo utilizar medidas de descalce cambiario entre los pasivos y los activos de un país como indicador de vulnerabilidad a una crisis.

⁷ La consolidación de una política monetaria creíble es un elemento clave de estas reformas. Jeanne (2003) muestra que esta credibilidad monetaria es un determinante fundamental para la composición de monedas de la deuda externa.

Vencimientos de las nuevas emisiones de deuda pública en América Latina

Vencimiento al momento de emisión, en años



¹ Letras y bonos del Tesoro y títulos del banco central; en 2002, la mayoría de las emisiones fueron colocaciones relacionadas con la crisis. ² Emisiones LTN. ³ Ponderada por el volumen emitido. ⁴ Emisiones del banco central. ⁵ Emisiones TES. ⁶ Bonos del tesoro, bonos de protección de ahorros, udibonos y cetes. ⁷ Certificados de depósito, letras del Tesoro y bonos del Gobierno.

Fuentes: Bloomberg; datos nacionales.

Gráfico 2

reestructuración de su deuda a principios de la década de 2000, ha puesto en marcha importantes reformas que han permitido mejorar el perfil económico y financiero del país.

Los cambios estructurales a escala mundial también han propiciado la emisión internacional de títulos en moneda local. Para empezar, la tendencia a la desinflación mundial ha contribuido a los esfuerzos antiinflationarios realizados por las economías emergentes, disipando así los riesgos asociados a los altos niveles de inflación en estos países. Al mismo tiempo, la creciente integración entre los mercados emergentes y los de países desarrollados ha ampliado la gama de inversionistas que prefieren invertir en títulos de economías emergentes⁸.

⁸ Véase en Wooldridge et al (2003) un análisis de la evolución de los vínculos entre los mercados financieros emergentes y aquellos más maduros y desarrollados.

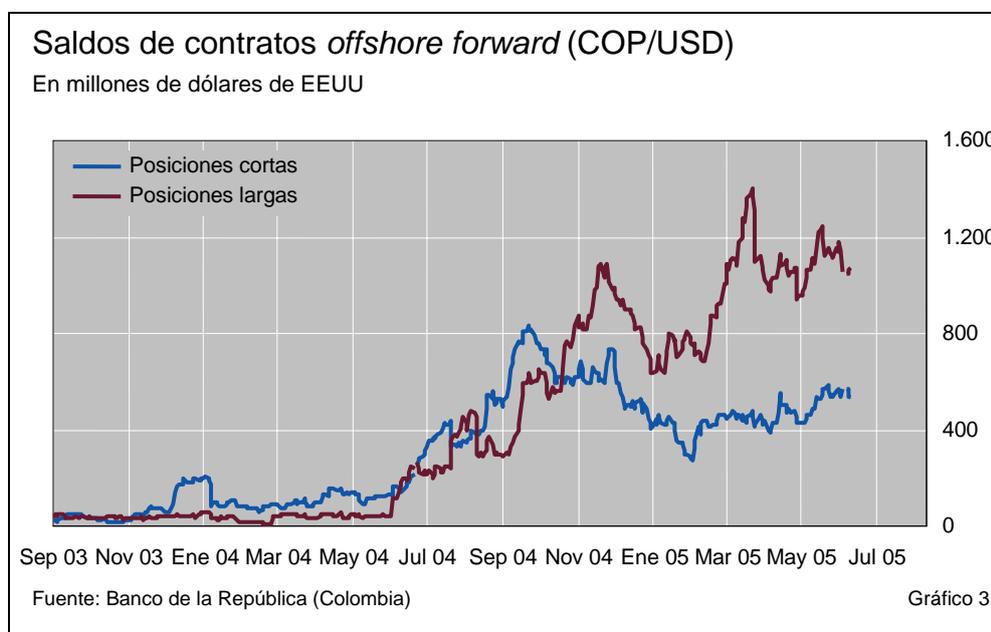
... al igual que los factores cíclicos favorables...

También han incidido favorablemente otros factores de naturaleza cíclica, como la coincidencia de bajos tipos de interés en las economías desarrolladas y la abundante liquidez en los mercados financieros. Como resultado de ello, los inversionistas han aceptado un mayor riesgo en los mercados financieros a través de un amplio abanico de instrumentos, entre ellos los títulos de deuda de mercados emergentes. De hecho, los diferenciales de tasas de interés tanto de la deuda corporativa de países desarrollados como de aquella de mercados emergentes han registrado un descenso sostenido desde 2002. De hecho, los diferenciales sobre la deuda soberana de países emergentes, incluidos los de América Latina, han alcanzado mínimos históricos en estos últimos dos años (véase el Gráfico 1).

Otro factor, probablemente de naturaleza eminentemente cíclica, que ha atraído a los inversionistas ha sido la apreciación sostenida del tipo de cambio en América Latina. Esta tendencia se ha visto acentuada por acontecimientos internacionales como el reciente encarecimiento de las materias primas y la debilidad del dólar de EEUU, así como por la mejora de los indicadores fundamentales en estas economías (como la cuenta corriente)⁹.

... pero no es suficiente para asegurar la emisión de deuda en moneda local

Sin embargo, se observa una paradoja en todo esto: la mejora de los indicadores fundamentales de estos tres países (véase el Cuadro 2) fue similar a la de muchas otras economías de la región que no han emitido deuda global en moneda local. Los casos de Chile y Perú, cuya coyuntura económica ha mejorado sensiblemente, sugieren que la mejora de las variables fundamentales de las economías y un entorno exterior favorable no bastan para estimular este tipo de emisiones. En el caso chileno, es posible que no



⁹ Cohen (2005), en su estudio de los determinantes de la elección de moneda a la hora de emitirse deuda internacional, encuentra que la emisión en una determinada moneda es mayor cuanto más fuerte esté en relación a sus promedios históricos y cuanto más elevados sean sus tipos de interés a largo plazo en relación a los de otras importantes divisas.

hubiera necesidad de experimentar con nuevos instrumentos de deuda, dado que el país había conseguido mantener superávits fiscales durante años. En Perú, por su parte, las autoridades gubernamentales optaron por desarrollar el mercado nacional de deuda en moneda local, con el objetivo añadido de ampliar el vencimiento de la curva de rendimientos (véase el Gráfico 2). Además, al contrario que en Brasil o Colombia, ambos países cuentan con un marco regulador que facilita el acceso de los inversionistas extranjeros a sus mercados internos y, por tanto, hace menos atractiva en términos relativos la emisión de bonos globales en moneda local.

Sostenibilidad de las tendencias actuales

Cabe preguntarse hasta qué punto la emisión de bonos globales denominados en moneda local es un proceso permanente. Actualmente, pareciera que existe un margen de crecimiento considerable. En el caso de Brasil, los bonos globales denominados en reales representan tan solo el 2% de su deuda pública total en circulación en los mercados internacionales, mientras que para Uruguay, la proporción de deuda denominada en pesos representa el 4,8% y en Colombia, a pesar de la buena acogida de sus títulos, apenas alcanza el 7% del stock de deuda pública externa.

Ahora bien, a pesar de su potencial, no es claro si esta tendencia reciente hacia las emisiones internacionales en moneda local será algo permanente o transitorio. De hecho, la capacidad de un país para realizar este tipo de emisiones en un momento dado no garantiza que pueda seguir haciéndolo en el futuro. Argentina, por ejemplo, emitió en los años 90 una serie de bonos denominados en moneda local (véase el Cuadro 1), incluida una partida por valor de 500 millones de dólares en 1997, con vencimiento a 10 años y sin ningún tipo de indexación. Aunque en aquella época muchos habrían afirmado que el acceso a los mercados internacionales ya no era un problema para Argentina, lo cierto es que éste se volvió más difícil tras la suspensión de pagos de Rusia en 1998.

Pese a ello, es probable que un mayor compromiso hacia sistemas de tipos de cambio más flexibles augure la sostenibilidad de este tipo de emisiones. De hecho, los tres países analizados en este artículo están avanzando en la consolidación de un régimen monetario y financiero liberalizado, acompañado de políticas cambiarias más flexibles y determinadas por el mercado. Y es que si bien los tipos de cambio flotantes exponen a los inversionistas a una mayor volatilidad a corto plazo, pueden reducir riesgos y vulnerabilidades de cara al futuro; por el contrario, los regímenes de tipo de cambio fijo eliminan la vulnerabilidad a corto plazo, pero conllevan el riesgo de una repentina devaluación. Asimismo, las monedas cuyo valor no está fijado (o semi-fijado) al dólar de Estados Unidos ofrecen mayores posibilidades de diversificación que aquellas que están virtualmente ancladas¹⁰.

Hay margen para una mayor emisión de estos bonos...

... aunque los precedentes históricos no ofrecen ninguna garantía

¹⁰ McCauley y Jiang (2004), en su análisis sobre cómo pueden encajar los bonos en moneda local en un portafolio de bonos globales encuentran que los bonos asiáticos denominados en moneda local ofrecen cierto grado de diversificación. Turner (2005) estima las siguientes

Otro aspecto igualmente relevante, es que es posible que al emitir este tipo de bonos en moneda local sea necesario desarrollar a una escala mucho mayor los mercados de cobertura de riesgo¹¹. Aunque en el caso de Uruguay no existe ningún mercado oficial a tal efecto, Brasil sí que cuenta con un mercado líquido y consolidado para contratos a plazo sobre divisas con liquidación por diferencias (*non-deliverable forwards* o *NDF*). El peso colombiano, de otra parte, cuenta con un activo mercado de NDF (nacional y en el exterior), que por el momento se concentra en vencimientos a corto plazo. Resulta interesante que el volumen de transacciones del peso colombiano en el mercado a plazo (*forward*) aumentó significativamente tras la emisión de bonos de noviembre de 2004 (véase el Gráfico 3), lo que sugiere que la emisión en moneda local puede *impulsar* el desarrollo de los mercados de cobertura de riesgo cambiario.

Implicaciones para el desarrollo de mercados nacionales de bonos

Los mercados nacionales de bonos en América Latina no son particularmente grandes (651.000 millones USD en 2004) en comparación con los de otras regiones emergentes (véase el Cuadro 3). Por ello, cabría preguntarse por qué algunos países decidieron dar prioridad a la emisión de bonos internacionales denominados en su propia moneda en lugar de desarrollar sus mercados nacionales.

La emisión de bonos globales en moneda local puede perjudicar el desarrollo del mercado nacional de bonos...

En efecto, hay una serie de razones por las cuales la emisión de bonos globales en moneda local puede ser perjudicial para el desarrollo del mercado nacional de bonos. Una en particular, es que las emisiones de bonos internacionales puede fragmentar la liquidez en el mercado nacional, que como bien sabido es necesaria para desarrollar estos mercados¹². No obstante, en los tres países analizados parece que pesaron más otro tipo de consideraciones.

En el caso de Uruguay, la decisión estuvo propiciada fundamentalmente por el proceso de reestructuración de su deuda, cuyo principal objetivo era reducir gradualmente la carga que ésta impone. Así pues, tras la crisis

correlaciones de rendimientos mensuales entre una cartera de inversión con bonos asiáticos en moneda local y otra con fondos denominados en dólares: 0,4 para mercados emergentes, 0,14 para Japón, 0,42 para Estados Unidos y 0,43 para Europa.

¹¹ Burger y Warnock (2004) plantean que los inversionistas de Estados Unidos que participan en los mercados mundiales de renta fija en moneda local han logrado evitar rendimientos con una elevada varianza y un sesgo negativo. Para estos inversionistas, las estrategias de cobertura cambiaria son fundamentales, ya que esta varianza viene determinada por la volatilidad del riesgo cambiario. De hecho, Bordo et al (2005) enfatizan que para las antiguas colonias británicas fue fundamental el desarrollo de instrumentos derivados cambiarios a la hora de emitir deuda externa denominada en sus propias monedas.

¹² McCauley y Remolona (2000) afirman que cuanto mayor sea el saldo total de deuda pública, mayor será el volumen de negociación en efectivo y en futuros, lo que a su vez aumenta la liquidez en los mercados de bonos de deuda pública. Jiang y McCauley (2004) también encuentran que el tamaño del mercado es fundamental para la liquidez en el caso de los mercados de bonos asiáticos en moneda local.

| Tamaño de los mercados nacionales de títulos de deuda en América Latina en 2004 | | | | |
|---|---|-------------------------|---|-------------------------|
| Saldos | | | | |
| | Gobierno | | Total | |
| | En miles de millones de dólares de EEUU | Como porcentaje del PIB | En miles de millones de dólares de EEUU | Como porcentaje del PIB |
| Argentina | 9,6 | 6,3 | 24,3 | 16,0 |
| Brasil | 295,9 | 49,0 | 371,6 | 61,5 |
| Chile | 20,0 | 21,2 | 41,8 | 44,4 |
| Colombia | 29,6 | 30,4 | 30,2 | 31,0 |
| México | 153,1 | 22,7 | 176,9 | 26,2 |
| Perú | 4,0 | 5,8 | 7,1 | 10,3 |
| América Latina ¹ | 512,2 | 30,3 | 651,8 | 38,5 |
| <i>Pro memoria:</i> | | | | |
| Corea | 170,5 | 25,1 | 567,6 | 83,4 |
| Filipinas | 24,9 | 29,4 | 25,2 | 29,7 |
| Indonesia | 51,0 | 19,8 | 57,9 | 22,5 |
| República Checa | 58,0 | 54,2 | 65,8 | 61,5 |
| Sudáfrica | 78,3 | 36,7 | 104,6 | 49,1 |

¹ Suma de las cantidades anteriores.
Fuentes: FMI; BPI.

Cuadro 3

financiera, la emisión nacional ni siquiera pudo barajarse como opción, mientras que las emisiones globales sí podían servir de referencia para construir mercados en el futuro.

En Brasil y Colombia, diversos factores institucionales restringían la participación de los inversionistas extranjeros en los mercados locales de deuda, por lo que la emisión internacional resultaba ser la “segunda mejor” opción para ampliar la base de inversionistas en el país y reducir los riesgos asociados con el descalce de monedas. En muchos casos, los títulos de deuda internacionales han permitido a los no residentes soslayar los obstáculos que les impedían adquirir títulos en los mercados locales de la región¹³. Por ejemplo, todas las emisiones consideradas en este artículo se rigen por la legislación y jurisdicción del Estado de Nueva York, aumentando así su

... aunque también puede resultar óptimo ante los impedimentos a la compra de bonos por extranjeros en los mercados nacionales

¹³ En Brasil, sólo es posible invertir previa inscripción en su Comisión del Mercado de Valores y en el Banco Central. Además, también se exige el nombramiento de un representante legal y las inversiones están sujetas a un impuesto sobre plusvalías del 15% y a otros gravámenes en algunos casos. En Colombia, se aplican diversas restricciones a los no residentes que deseen invertir en el mercado nacional. Por ejemplo, es necesario establecer un *fideicomiso* para la inversión, así como abonar impuestos en función de la categoría fiscal del inversionista y del tipo de inversión realizada (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, desde finales de 2004 existen controles de capital que establecen un periodo de mantenimiento mínimo de 1 año para cualquier inversión de cartera.

atractivo para los inversionistas extranjeros en relación a los bonos nacionales, ante la posibilidad de una suspensión de pagos. Además, al emitirse estos títulos en los mercados internacionales, el inversionista evita cualquier obstáculo asociado a la inversión en títulos del mercado local (por ejemplo, los requisitos de registro, la retención de impuestos o los controles de capitales).

Conclusión

La exitosa emisión por parte de Brasil, Colombia y Uruguay de títulos de deuda internacionales denominados en moneda local ha aportado sustanciales beneficios tanto a sus Gobiernos como a los inversionistas. Los primeros han conseguido mejorar la composición monetaria de su deuda externa al tiempo que reduce el *riesgo cambiario*, todo lo cual limita la vulnerabilidad asociada al descalce de monedas. Los inversionistas, por su parte, se benefician al diversificar sus carteras y al asegurar un rendimiento potencial más alto, al tiempo que evitan cualquier coste relacionado con la compra de títulos en moneda local en el mercado nacional. Asimismo, dado que los bonos globales se liquidan en dólares de EEUU, los inversionistas evitan los *riesgos de convertibilidad* que conllevan los controles de capital.

Por otro lado, es difícil dar por sentado que el reciente aumento de este tipo de emisión por parte de los Gobiernos de la región vaya a ser permanente. Un ejercicio retrospectivo ofrece numerosos ejemplos de cambios repentinos en las preferencias de los inversionistas internacionales. Además, aún esta por verse hasta qué punto el mercado internacional puede ser una fuente estable de financiación en moneda local en momentos de tensiones financieras.

De cara al futuro, cabe preguntarse en qué medida favorece este tipo de emisión el desarrollo de los mercados nacionales de bonos. Por una parte, la experiencia de algunos países demuestra que los mercados nacionales pueden desarrollarse sin la ayuda de las emisiones de bonos globales en moneda local. En este sentido, es posible que estos bonos, al limitar las economías de escala asociadas a la liquidez del mercado, resulten perjudiciales. Por la otra, sin embargo, es posible que cuando existan obstáculos a la inversión foránea en los mercados nacionales, esta opción puede resultar ser la “segunda mejor” opción, por cuanto contribuye a ampliar la base de inversionistas y alarga los vencimientos de la curva de rendimientos en moneda local, al menos hasta que dichos impedimentos queden eliminados.

Bibliografía

Bordo, M., C. Meissner y A. Redish (2005): “How original sin was overcome: the evolution of external debt denominated in domestic currencies in the United States and the British dominions, 1800–2000”, en B. Eichengreen y R. Hausmann (eds.), *Other people's money: debt denomination and financial instability in emerging market economics*.

Burger, J. y F. Warnock (2004): "Foreign participation in local-currency bond markets", *International Finance Discussion Papers*, n° 794, Federal Reserve Board System, febrero.

Cohen, B (2005): "Currency choice in international bond issuance", *BIS Quarterly Review*, junio, pp 53–66.

Eichengreen, B, R Hausmann y H Panizza (2005): "The pain of original sin", in B Eichengreen and R Hausmann (eds), *Other people's money: debt denomination and financial instability in emerging market economics*.

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

Jeanne, O (2003): "Why do countries borrow in foreign currency?", *Discussion Paper Series*, n° 4030, Centre for Economic Policy Research.

Jiang, G y R McCauley (2004): "Asian local currency bond markets", *BIS Quarterly Review*, junio, pp 67–79.

McCauley, R y G Jiang (2004): "Diversifying with Asian local currency bonds", *BIS Quarterly Review*, septiembre, pp 51–66.

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

Turner, P (2005): "A foreign appetite for local currency bonds...without complex sauces?", documento preparado para el simposio del Comité Reinventing Bretton Woods / Banco Central de Turquía / Foro Económico Mundial sobre *Deuda soberana e instrumentos financieros innovadores para mercados emergentes*, mayo.

Wooldridge, P, D Domanski y A Cobau (2003): "Changing links between mature and emerging financial markets", *BIS Quarterly Review*, septiembre, pp 45–54.