

Títulos de deuda corporativa internacionales en economías de mercado emergentes

Agustín Villar

Los flujos de entrada de capital privado en mercados emergentes están aumentando con rapidez. Según el Institute of International Finance, los flujos procedentes del sector privado no bancario hacia economías de mercado emergentes (EME) crecieron entre 2009 y 2012 desde 155 000 millones de dólares hasta 365 000 millones, permaneciendo desde entonces en niveles cercanos a su máximo histórico de 2011. Mientras que las entradas de capital privado a través de los mercados de deuda crecieron, los flujos a través del sector bancario descendieron ligeramente, pasando de 154 000 millones de dólares a 147 000 millones durante el mismo periodo¹. Concretamente, la fuerte demanda de los inversores extranjeros se tradujo en un repunte de la actividad en los mercados de bonos corporativos de EME a lo largo de 2012 y a comienzos de 2013. En este recuadro se abordan algunas de las variaciones observadas a la luz del aumento de la actividad en los mercados de títulos de deuda internacionales emitidos por sociedades financieras y no financieras de EME, y se repasan asimismo algunos aspectos estructurales.

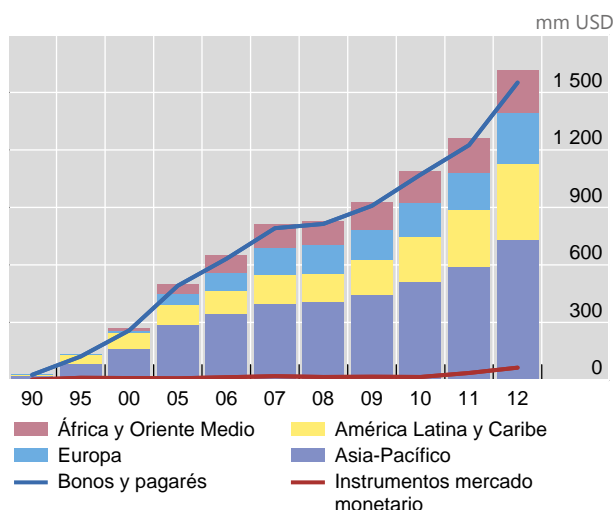
Las encuestas a inversores revelan que el volumen de activos gestionados con referencia al índice de bonos corporativos de economías emergentes aumentó un 60,5% en 2012, la mayor alza de todas las categorías de activos analizadas en estas encuestas. En términos comparativos, los activos gestionados sobre índices de referencia más amplios de mercados emergentes —que incluyen bonos soberanos y corporativos internacionales y bonos soberanos en moneda local— crecieron en 2012 algo menos de un 30%, hasta 560 000 millones de dólares². La demanda de bonos corporativos de mercados emergentes ha estado dominada por inversores minoristas de elevado patrimonio neto. Si bien la demanda institucional de estos bonos se ha mantenido en niveles relativamente bajos —menos del 10% del mercado, frente a casi el 50% del mercado de bonos soberanos internacionales—, esta cuota podría seguir aumentando. Es probable que el incremento de la actividad de las gestoras de capitales a escala mundial contribuya a la profundización de este mercado.

Títulos de deuda corporativa en EME¹

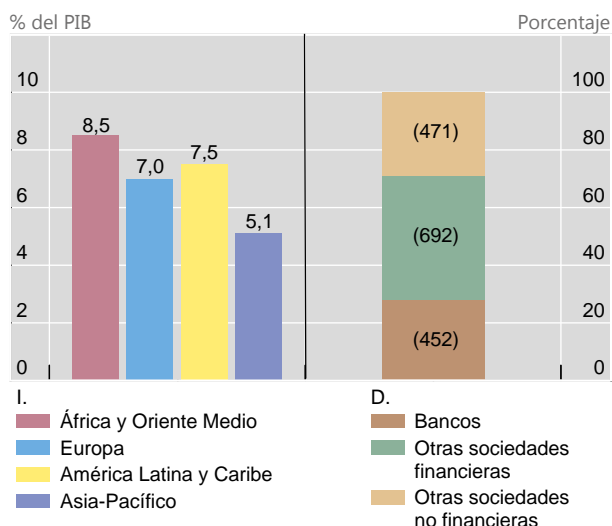
Volumen en circulación

Gráfico A

Por región y tipo de instrumento



Por región y sector del emisor, fin de 2012



¹ Los emisores son sociedades financieras y no financieras propiedad de residentes en las EME seleccionadas. Las EME seleccionadas se agrupan por regiones: África y Oriente Medio (Arabia Saudita, Bahrein, Egipto, Emiratos Árabes Unidos, Israel, Kuwait, Nigeria, Omán, Qatar y Sudáfrica), Europa (Croacia, Hungría, Polonia, República Checa, Rusia, Turquía y Ucrania), América Latina y Caribe (Argentina, Barbados, Brasil, Chile, Colombia, El Salvador, Jamaica, México, Perú, República Dominicana y Venezuela), Asia-Pacífico (China, Corea, Filipinas, Hong Kong RAE, India, Indonesia, Kazakstán, Macao RAE, Malasia, Mongolia, Singapur, Tailandia y Taipei chino).

Fuentes: Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd.; cálculos del BPI.

Las estadísticas sobre títulos de deuda internacionales[®] elaboradas por el BPI muestran que el volumen de títulos de deuda corporativa emitidos por sociedades financieras y no financieras con sede en EME superó los 1,6 billones de dólares a finales de 2012 (Gráfico A, panel izquierdo). Los bonos y pagarés exteriores e internacionales suponen aproximadamente el 95% del volumen total, y el resto corresponde a instrumentos del mercado monetario.

Los títulos de deuda emitidos por bancos y otras instituciones financieras conforman el grueso del volumen de títulos internacionales de deuda corporativa (Gráfico A, panel derecho). A finales de 2012, los títulos de deuda en circulación emitidos por instituciones financieras superaron los 1,1 billones de dólares, en torno a dos tercios del total, un porcentaje menor que en las economías desarrolladas (84%), donde el universo de títulos es diez veces superior.

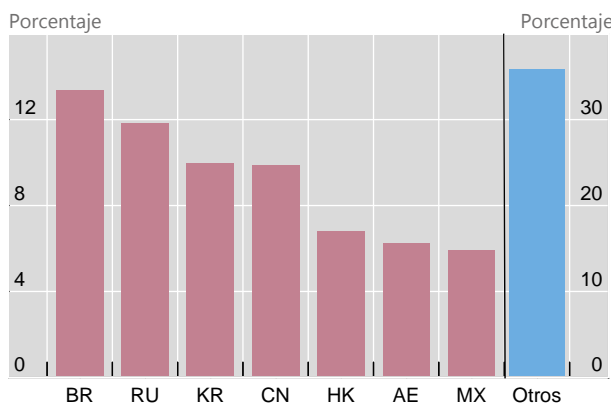
Entre las EME, las entidades asiáticas son las mayores emisoras de títulos de deuda corporativa en el mercado internacional, seguidas de las de América Latina. El volumen de títulos de deuda emitidos por entidades de Europa emergente, Oriente Medio y África es inferior, si bien ha aumentado rápidamente en los últimos años. Sin embargo, los porcentajes varían considerablemente cuando se toma en consideración el producto regional: desde esta perspectiva, Oriente Medio y África son las regiones que mayor volumen emiten, mientras que Asia es la que menos (Gráfico A, panel derecho).

El patrón regional pone de manifiesto la concentración de este mercado en unas pocas economías. Por países, las entidades nacionales de Brasil, China, Corea, Emiratos Árabes Unidos, Hong Kong RAE, México y Rusia ostentan las mayores cuotas de mercado en cuanto a volúmenes en circulación. El resto de los títulos de deuda se reparte entre otras 30 EME aproximadamente (Gráfico B, panel izquierdo).

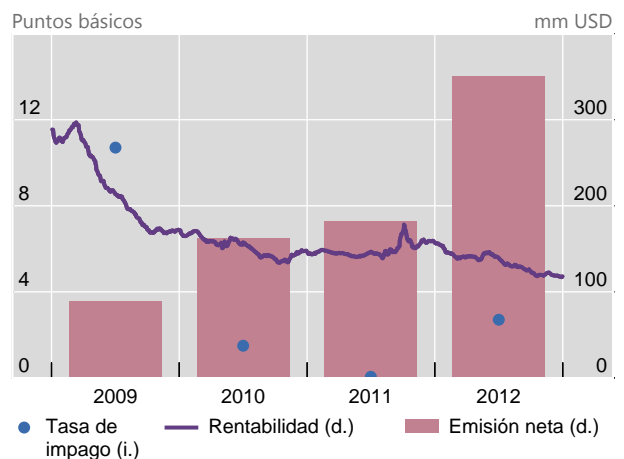
Títulos de deuda corporativa en EME

Gráfico B

Distribución por países, fin de 2012¹



Tasas de impago, rentabilidad y emisión neta²



AE=Emiratos Árabes Unidos; BR=Brasil; CN=China; HK=Hong Kong RAE; KR=Corea; MX = México; RU=Rusia; Otros=otras EME.

¹ Importes en circulación. ² Tasas de impago según PMorgan, *Emerging Markets Corporate Outlook & Strategy*, diciembre de 2012. Tasa interna de retorno según CEMBI BROAD Yield to Maturity.

Fuentes: Dealogic; Euroclear; JPMorgan; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd.; cálculos del BPI.

La porción del mercado de deuda corporativa internacional pasible de ser tenida en cartera por inversores internacionales es relativamente menor, debido a su tamaño y características de liquidez y riesgo. El índice de referencia más amplio para mercados de bonos corporativos de economías emergentes (CEMBI) abarca títulos de deuda en forma de bonos con un valor aproximado de 620 000 millones de dólares, de los cuales el 36% corresponde al sector financiero —proporción muy inferior a su participación en el volumen total—. Este índice permite a los inversores de todo el mundo exponerse a sectores de EME como el petróleo y el gas (13,5%), telefonía, medios de comunicación y tecnología (11,1%), y materias primas (10,5%). Existen menos oportunidades de invertir en el sector inmobiliario y de bienes de consumo (5% y 6%, respectivamente), sectores que muestran una gran sensibilidad a la demanda interna de rápido crecimiento de las EME.

La calidad crediticia percibida de los bonos corporativos de EME aún depende en gran medida de la del soberano. Dentro de los límites que impone este «umbral» de solvencia soberana, un aumento de la volatilidad macroeconómica en las EME conlleva cambios en la percepción sobre riesgo y volatilidad. Así, la mejora en la percepción del riesgo de crédito ha conllevado una reducción de los rendimientos y el estrechamiento de los diferenciales (Gráfico B, panel derecho). Las tasas de impago se han mantenido en niveles bajos tras la crisis financiera (en torno al 2,7%, según estimaciones), aunque su fluctuación en términos históricos ha sido considerable. En épocas de tensión macroeconómica y financiera, las tasas de impago han aumentado de manera importante; en 2002, por ejemplo, llegaron al 15,4% y en 2009 al 10,7%. En circunstancias macroeconómicas menos arduas —como las vividas en los últimos años—, las tasas de impago han fluctuado entre el 0% y el 2,7%.

^① «Capital flows to emerging market economies», *IIF Research Note*, 22 enero 2013. ^② G Kim, «2012 Index Review», *JPMorgan Fixed Index Product Guide*, enero 2013. ^③ Para obtener información detallada acerca del universo de valores cubiertos, véase B. Gruic y P. Wooldridge, «Mejoras en las estadísticas del BPI sobre títulos de deuda», *Informe Trimestral del BPI*, diciembre de 2012.