



La montaña rusa del financiamiento externo

El acceso de América Latina
y el Caribe a los mercados
internacionales de bonos
desde la crisis de la deuda,
1982-2012

Inés Bustillo
Helvia Velloso



NACIONES UNIDAS

CEPAL

La montaña rusa del financiamiento externo

**El acceso de América Latina y el Caribe
a los mercados internacionales de bonos
desde la crisis de la deuda, 1982-2012**

Inés Bustillo
Helvia Velloso



NACIONES UNIDAS



Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)
Santiago de Chile, diciembre de 2013

Libros de la CEPAL

119

Alicia Bárcena
Secretaria Ejecutiva

Antonio Prado
Secretario Ejecutivo Adjunto

Inés Bustillo
Directora de la oficina de la CEPAL en Washington

Ricardo Pérez
Director de la División de Publicaciones y Servicios Web

El presente documento fue preparado por Inés Bustillo, Directora, y Helvia Velloso, Oficial de Asuntos Económicos, de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Oficina de Washington. Las autoras comenzaron el seguimiento del acceso de los países de América Latina y el Caribe a los mercados internacionales de bonos en 1998 por sugerencia de José Antonio Ocampo, entonces Secretario Ejecutivo de la CEPAL, y agradecen sinceramente su apoyo y sus oportunos comentarios durante los muchos años que han dedicado a este tema. Asimismo, quieren dar las gracias a los participantes en la conferencia “La crisis de la deuda 30 años después”, organizada por la CEPAL, el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF), la Agencia Alemana para la Cooperación Internacional (GIZ) y la Secretaría General Iberoamericana (SEGIB), celebrada en la sede subregional de la CEPAL en México, los días 18 y 19 de febrero de 2013, por los debates y las sugerencias que contribuyeron a mejorar el trabajo que presentan en este libro.

Las opiniones expresadas en este documento son de exclusiva responsabilidad de las autoras y no reflejan necesariamente los puntos de vista de la Organización.

Diseño de portada: Marcela Veas

Publicación de las Naciones Unidas

ISBN: 978-92-1-221117-6 • E-ISBN: 978-92-1-056232-4

Signatura: LC/G.2570-P

Nº de venta: S.13.II.G.12

Copyright © Naciones Unidas, diciembre de 2013. Todos los derechos reservados

Impreso en Naciones Unidas, Santiago de Chile • 2013-400

La autorización para reproducir total o parcialmente esta obra debe solicitarse al Secretario de la Junta de Publicaciones, Sede de las Naciones Unidas, Nueva York, N.Y. 10017, Estados Unidos. Los Estados miembros y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Solo se les solicita que mencionen la fuente e informen a las Naciones Unidas de tal reproducción.

Índice

Lista de abreviaturas.....	9
Prólogo.....	11
Resumen	15
Introducción.....	17
Capítulo I	
Los orígenes de la clase de activos:	
la crisis de la deuda de la década de 1980	23
A. Los primeros años: 1983-1985	26
B. Planes de conversión de deuda en acciones: 1986-1987	27
C. Los bonos Azteca: 1987-1988	28
Capítulo II	
Los bonos Brady	29
A. El Plan Baker	30
B. El Plan Brady	31
C. Recompras y canjes	36
Capítulo III	
La deuda negociable de los mercados emergentes:	
madura la clase de activos	43
A. La evolución de la clase de activos: desde la década de 1990	
a la década de 2000	44
B. El universo de la deuda de los mercados emergentes.....	46

Capítulo IV

Avances en la emisión de deuda.....	51
A. Superando el pecado original.....	56
B. El aumento de las emisiones corporativas.....	59
C. Mejoran las condiciones de préstamo.....	67

Capítulo V

La montaña rusa de los diferenciales de la deuda: evolución y comportamiento.....	69
A. De alturas vertiginosas a mínimos históricos: las fuerzas que mueven la evolución de los diferenciales.....	72
B. El sentimiento de mercado y el comportamiento de los diferenciales de los bonos.....	74
C. Las tasas de interés de los Estados Unidos y los diferenciales de la deuda de América Latina y el Caribe.....	79
D. Los diferenciales de la deuda de América Latina y el Caribe y los mercados bursátiles desarrollados.....	85
E. Los diferenciales de la deuda de América Latina y el Caribe frente a los de los bonos corporativos de alto rendimiento de los Estados Unidos.....	89

Capítulo VI

El largo camino hacia la mejor calidad del crédito.....	93
A. La evolución de las calificaciones crediticias en América Latina y el Caribe.....	95
B. Las calificaciones crediticias de la deuda soberana y su impacto en los diferenciales.....	111

Capítulo VII

Un acceso desigual: una mirada más cercana a Centroamérica y el Caribe.....	117
A. Nuevas emisiones de deuda.....	120
B. Los diferenciales de la deuda soberana.....	124
C. La evolución de las calificaciones crediticias.....	128

Capítulo VIII

Una mirada hacia el futuro: ¿están convergiendo los mercados de deuda emergentes y los desarrollados?.....	133
---	-----

Bibliografía.....	137
-------------------	-----

Publicaciones de la CEPAL.....	143
--------------------------------	-----

Cuadros

II.1	América latina y el Caribe: acuerdos Brady con bancos comerciales.....	33
II.2	Cantidades originales de las emisiones de Canjes Brady.....	33
II.3	Cantidades originales y saldos pendientes de bonos Brady desde marzo de 2006.....	40
IV.1	América Latina y el Caribe: emisiones internacionales de bonos.....	55
IV.2	América Latina y el Caribe: desglose de emisiones internacionales de bonos corporativos por país, 2005-2012.....	64
V.1	Coeficientes de elasticidad de los componentes latino contra no latino del EMBI+.....	75
V.2	Coeficientes de elasticidad por país respecto del total regional.....	77
V.3	Coeficientes de correlación, diciembre de 1997 a diciembre de 2012.....	78
V.4	Coeficientes de correlación, mayo de 1999 a diciembre de 2012.....	78
V.5	Correlaciones entre las tasas de interés de los Estados Unidos y el componente latino del EMBI+.....	81
V.6	Correlaciones entre el índice S&P 500 y el componente latino del EMBI+.....	88
V.7	Correlaciones entre el índice de alto rendimiento master de los Estados Unidos y el componente latino del EMBI+.....	91
VI.1	América Latina y el Caribe: historia de las calificaciones de la deuda soberana.....	102
VI.2	Escala de las calificaciones crediticias.....	111
VI.3	Rebajas a incumplimiento selectivo y ascensos a grado de inversión.....	114

Gráficos

1	América Latina y el Caribe: composición de los flujos netos de capital privado.....	20
I.1	América Latina y el Caribe: composición de los flujos netos de capital privado en la década de 1980.....	24
II.1	La disminución de la deuda Brady	41
III.1	Total pendiente global de la deuda negociable de los mercados emergentes y de América Latina y el Caribe	46
III.2	Total de la deuda externa negociable mundial de los mercados emergentes: desglose por regiones, 2000-2012	47
III.3	Total de la deuda externa negociable mundial de los mercados emergentes, por regiones, 2012.....	47
III.4	América Latina y el Caribe: deuda externa negociable pendiente por tipo de emisor, 2000-2012.....	48
III.5	Deuda de los mercados emergentes: negociación por instrumento	50
IV.1	América Latina y el Caribe: composición de los flujos netos de capital privado, décadas de 1990 y 2000	52
IV.2	América Latina y el Caribe: nuevas emisiones anuales de deuda	54
IV.3	América Latina y el Caribe: nuevas emisiones de deuda, por divisas, 2011 y 2012.....	57
IV.4	América Latina y el Caribe: emisiones anuales de deuda nueva en moneda local, 2000-2012.....	58
IV.5	América Latina y el Caribe: emisiones de deuda externa soberana, corporativa y total, 2000-2012	59
IV.6	América Latina y el Caribe: emisiones de deuda externa soberana y corporativa, 2000-2012	60
IV.7	América Latina y el Caribe: emisiones de deuda externa soberana y corporativa, 2000-2012	61
IV.8	América Latina y el Caribe: volumen anual de emisiones privadas de bonos corporativos externos	62
IV.9	América Latina y el Caribe: desglose de las emisiones internacionales de bonos corporativos por país.....	63

IV.10	América Latina y el Caribe: desglose de las emisiones internacionales de bonos corporativos por calificación, 2011 y 2012	66
IV.11	América Latina y el Caribe: desglose de las emisiones internacionales de bonos corporativos por sector, 2012.....	67
IV.12	América Latina y el Caribe: vencimiento medio anual ponderado de las nuevas emisiones de bonos externos	68
V.1	El EMBI+ de J.P. Morgan y el componente latinoamericano.....	70
V.2	El EMBIG de J.P. Morgan a y el índice de volatilidad CBOE	71
V.3	Aumento de los márgenes de riesgo en respuesta a las crisis financieras	76
V.4	Diferenciales del EMBI+ latino de J.P. Morgan y las tasas de interés de los Estados Unidos	83
V.5	Diferenciales del EMBI+ latino de J.P. Morgan y precios de cierre a fin de mes del índice S&P 500.....	86
V.6	Diferenciales del EMBI+ latino de J.P. Morgan y el índice S&P 500 de cierre a fin de mes	87
V.7	Diferenciales del EMBI+ latino de J.P. Morgan y de los bonos de alto rendimiento del sector corporativo de los Estados Unidos	89
VI.1	América Latina y el Caribe: evolución de las calificaciones de crédito	96
VI.2	Calificaciones de crédito (promedio, Moody's y Standard & Poor's).....	97
VI.3	América Latina y el Caribe: calificaciones de la deuda soberana y diferenciales en 2002 y 2012	99
VI.4	Diferenciales EMBIG antes y después de una rebaja de S&P's a incumplimiento selectivo.....	112
VI.5	Diferenciales EMBIG antes y después de un ascenso a grado de inversión por S&P's.....	113
VII.1	Índice EMBIG de J.P. Morgan e índice de volatilidad de la bolsa de opciones de Chicago, 2007-2012	118
VII.2	América Latina y el Caribe: emisiones trimestrales de deuda, 2008-2012	119
VII.3	Centroamérica y el Caribe: emisiones como porcentaje del total regional, 2000-2012.....	121

VII.4	Centroamérica y el Caribe: emisiones por país, 2000-2012.....	122
VII.5	Centroamérica y el Caribe: porcentajes por país, 2000-2012	123
VII.6	Centroamérica y el Caribe: emisiones de deuda soberana y de deuda corporativa, 2000-2012	124
VII.7	Diferenciales EMBIG: Centroamérica y el Caribe en comparación con América Latina	125
VII.8	EMBIG y componente latino: diferenciales de Centroamérica y el Caribe por país.....	126
VII.9	Calificaciones crediticias (promedio, Moody's y Standard & Poor's), 2002-2012.....	128

Recuadros

II.1	Estructura y clases de bonos Brady	34
II.2	Retirada de bonos Brady	37
II.3	Ecuador, Argentina y Uruguay: reestructuraciones de la deuda Brady	38

Lista de abreviaturas

BNDES	Banco Nacional para el Desarrollo Económico y Social del Brasil
BPI	Banco de Pagos Internacionales
CAF	Banco de Desarrollo de América Latina
CBOE	Bolsa de Opciones de Chicago
CEMBI	Índice de referencia para mercados de bonos corporativos de economías emergentes de J.P. Morgan
EMBI+	Índice de bonos de mercados emergentes de J.P. Morgan
EMBIG	Índice de bonos de mercados emergentes global de J.P. Morgan
FLAR	Fondo Latinoamericano de Reservas
FMI	Fondo Monetario Internacional
GBI-EM	Índice de bonos de gobierno para mercados emergentes locales de J.P. Morgan
IED	Inversión extranjera directa
PIB	Producto interno bruto
S&P's	Standard & Poor's
VIX	Índice de volatilidad de la Bolsa de Opciones de Chicago

Prólogo

En 2012, América Latina y el Caribe alcanzó un hito importante: 30 años desde el inicio de la crisis de la deuda que llevó a la región a la “década perdida”. Esta ocasión nos brinda la oportunidad de reflexionar sobre la forma en que ha evolucionado el acceso al financiamiento externo, las lecciones aprendidas a lo largo del período y los desafíos, antiguos y nuevos, que enfrenta.

La CEPAL ha puesto de relieve la importancia de alcanzar el crecimiento sostenible con igualdad, así como la necesidad de formular estrategias para lograr ese objetivo. La obtención de financiación para este fin es de suma importancia. En este proceso es fundamental fortalecer la capacidad del sistema financiero internacional para prevenir y manejar las crisis y mejorar el acceso de los países a los mercados financieros internacionales. En esta publicación, que tengo el placer de presentar, se examina la forma en que el financiamiento externo de la deuda de América Latina y el Caribe ha evolucionado en las últimas tres décadas. Se remonta 30 años y se analiza la trayectoria de la región desde la singular perspectiva del acceso a los mercados financieros internacionales. Como el título indica, esta trayectoria ha sido una montaña rusa, con muchos altibajos, y momentos de angustia y pánico. Actualmente el financiamiento externo vía bonos es muy diferente de lo que era en las décadas de 1980 y 1990. El acceso a los mercados internacionales de bonos se ha hecho más generalizado y menos costoso, de manera que los países cuentan con más opciones para financiar inversiones y estrategias de desarrollo. Mediante el análisis de las fuerzas que explican la evolución de los márgenes de riesgo, las emisiones de deuda y la calificación crediticia, en el libro se pasa revista a los principales cambios ocurridos durante el período. Para fines de 2012, los márgenes de la deuda

habían disminuido considerablemente desde los altos niveles prevalecientes a fines de la década de 1990 y principios de la década de 2000; la composición de las emisiones había cambiado y el mayor peso había pasado de la deuda soberana a la deuda corporativa y a los mercados locales; la deuda se emitía en un espectro de divisas más amplio, había mejorado considerablemente la calidad crediticia, y la deuda externa de América Latina y el Caribe atraía una mayor y más diversificada base de inversores.

A diferencia de lo ocurrido en los años ochenta, en la década de 1990 América Latina y el Caribe recuperó el acceso a los mercados internacionales de capital, lo que, en combinación con la defensa de principios macroeconómicos sólidos, dio lugar a una reducción de la inflación y del déficit fiscal. No obstante, las fuentes de financiación externa, con la excepción de la inversión extranjera directa y los créditos oficiales, fueron extremadamente volátiles durante toda la década, debido a la inestabilidad inherente de los mercados financieros mundiales.

Los países de América Latina y el Caribe han mostrado enorme vulnerabilidad a los ciclos financieros, que a menudo se vieron acompañados de políticas macroeconómicas procíclicas. El proceso de desarrollo financiero de la región tenía deficiencias y las fallas de los mecanismos de regulación y supervisión de los sistemas financieros nacionales contribuyeron a que se produjeran crisis financieras inusualmente frecuentes. En consecuencia, la región no creció con la suficiente rapidez para fortalecer los mercados laborales o reducir significativamente la pobreza y solo recuperó parcialmente el terreno perdido en la década de 1980.

Sin embargo, en la década de 2000, la tasa de crecimiento repuntó. Los resultados económicos pasaron a tener menos relación con la magnitud de los flujos de capital privado y más con el desempeño exportador. Junto con una política fiscal más cautelosa en la mayoría de los países de la región, el superávit en cuenta corriente ayudó a bajar el coeficiente de endeudamiento exterior y reducir la vulnerabilidad externa. El proceso de desarrollo financiero de la región avanzó, aumentó el acceso a los mercados internacionales de deuda y los costos de del financiamiento externo se redujeron. Con mejores fundamentos económicos, principios macroeconómicos sólidos y, lo que es más importante, un mayor énfasis en el gasto social, los países de América Latina y el Caribe no solo crecieron más entre 2002 y 2012, sino que además experimentaron una drástica reducción del desempleo y un aumento de los salarios reales. Mientras los años noventa se caracterizaron por el aumento de la desigualdad, a partir de 2003 se produjo un punto de inflexión en la región que llevó a la caída de la pobreza y la desigualdad.

Los acontecimientos de las últimas tres décadas, tal como se describen en este libro, indican que el acceso más amplio y más barato a los mercados internacionales de capital puede ser fundamental para el crecimiento sostenible

con igualdad, a través de la ampliación de las opciones de financiamiento para la inversión y las iniciativas sociales. Varios países de la región que en 1982 habían hecho frente a una escasez de fondos, en 2012 se encontraban en una situación distinta y buscaban la mejor manera de manejar las opciones de financiamiento disponibles.

A pesar de la experiencia adquirida y los progresos realizados durante este período de 30 años, aún quedan muchos desafíos. El acceso al financiamiento externo de la deuda no es universal y, a pesar del aumento de la resiliencia, la vulnerabilidad a las conmociones financieras externas sigue siendo una amenaza. Además, los avances económicos y financieros de los últimos 30 años, y en particular de la última década, no han producido cambios en la estructura productiva de la región. Los cambios estructurales deben estar en el centro de un proceso de crecimiento a largo plazo para que la igualdad sea una realidad.

Alicia Bárcena

Secretaria Ejecutiva

Comisión Económica para América Latina
y el Caribe (CEPAL)

Resumen

En el presente informe se analiza la evolución del acceso de los países de América Latina y el Caribe al financiamiento externo de la deuda en las tres décadas transcurridas a partir de la crisis de la deuda de 1982. En los últimos 30 años, mientras el mercado financiero mundial evolucionaba y la región experimentaba cambios estructurales, el mercado para la deuda negociable de América Latina y el Caribe se abrió, se profundizó y se amplió, desarrollándose a partir de un mercado de préstamos no titularizados en los años ochenta hasta convertirse en un sólido mercado de bonos titularizados a fines del período mencionado.

En el estudio se destaca cómo el financiamiento externo vía bonos es hoy muy diferente de lo que fue en las décadas de 1980 y 1990, y también cómo se ha vuelto más amplio y menos costoso. A través del análisis de las fuerzas que explican en la evolución de los márgenes de riesgo, las emisiones de deuda y las calificaciones crediticias, se muestra que, a fines de 2012, los márgenes de riesgo habían disminuido de manera considerable desde los elevados niveles que predominaban a fines de la década de 1990 y los primeros años de la década de 2000; que la composición de la emisión de deuda había cambiado, con el mayor peso pasando de las deudas soberanas al sector corporativo y a los mercados locales; que la deuda se emitía en un espectro de divisas más amplio; que la calidad del crédito había mejorado sustancialmente, y que la deuda externa de América Latina y el Caribe atraía a una base de inversores más amplia y diversificada.

Desde 1982 hasta 2012, en el caso de varios países de la región, se avanza de la preocupación por la escasez de fondos, a cómo gestionar las múltiples opciones de financiamiento disponibles. No obstante, el acceso al financiamiento externo de la deuda no es universal, y a pesar de que la resiliencia ha aumentado, la vulnerabilidad a cambios en el contexto financiero externo ha disminuido, pero sigue vigente.

Introducción

Desde la crisis de la deuda de 1982 en América Latina y el Caribe, el acceso a los mercados internacionales de deuda ha mejorado considerablemente. A lo largo de las últimas tres décadas, el mercado de deuda comerciable de América Latina y el Caribe se ha abierto, se ha profundizado y se ha ampliado a medida que la región experimentaba importantes cambios estructurales, que incluían cambios de largo plazo en las políticas económicas de los países y el aumento de su importancia económica a escala mundial. En consecuencia, el financiamiento vía bonos en la región es hoy muy distinto al que fue en las décadas de 1980 y 1990. En las grandes tendencias de los últimos años aparece un cambio en el financiamiento del sector público, que pasa de la deuda externa soberana a los mercados locales, y en el financiamiento externo, que pasa de la deuda soberana a la deuda corporativa y bancaria.

Asimismo, la región ha ido superando gradualmente algunas de las asimetrías de los mercados financieros, que predominaron en la década de 1990¹. Los países están superando el llamado pecado original², y los pasivos se han alargado a medida que los países han sido cada vez más capaces de emitir activos financieros a más largo plazo. México, por ejemplo, pudo colocar en 2010 un bono a 100 años en los mercados extranjeros, es decir, la deuda con el vencimiento más largo jamás emitida por un país latinoamericano.

¹ Un análisis de estas asimetrías se encuentra en Ocampo (2001).

² “Pecado original” es la expresión acuñada en una serie de estudios realizados por los economistas Barry Eichengreen, Ricardo Hausmann y Ugo Panizza para referirse a la incapacidad de las economías emergentes para emitir deuda a largo plazo, en la moneda nacional y a tasas de interés aceptables, en los mercados internacionales de capital.

La profundización de la globalización financiera durante las últimas décadas fue un factor decisivo en la volatilidad y los ciclos de expansión y contracción que la región experimentó en ese período, y acentuó los efectos de las fluctuaciones derivadas de cambios en el entorno financiero mundial y la influencia de los mercados financieros internacionales en los mercados locales (CEPAL, 2012).

Dados los muchos altibajos de los últimos 30 años, los mercados de deuda de América Latina y el Caribe han recorrido una verdadera montaña rusa, que se inició poco después de la crisis de la deuda de 1982, cuando un incipiente mercado secundario para la deuda soberana comenzó a desarrollarse entre los bancos comerciales acreedores. El mercado de la deuda latinoamericana ha evolucionado en las últimas tres décadas y ha registrado un aumento del volumen, de los tipos de instrumentos negociados y del número de inversores y casas comerciales que operan en él.

La deuda de los mercados emergentes se materializó como una clase de activos en la década de 1980, cuando, tras la crisis de la deuda de 1982, un reducido grupo de operadores comenzaron a actuar como intermediarios en las transacciones entre vendedores y compradores de deuda de los países en desarrollo. El volumen de las transacciones fue aumentando a lo largo de toda la década. En 1989 se dio a conocer el Plan Brady, que aceleró aún más el crecimiento de los mercados de deuda de la región. Al impulsar la titularización, el plan contribuyó a que los países pudieran mejorar su acceso a los mercados financieros internacionales y a redefinir su integración en la economía mundial. Poco a poco, el mercado de préstamos no titularizados de los años ochenta fue convirtiéndose en un mercado de bonos titularizados.

En la década de 1990, el financiamiento externo de América Latina y el Caribe se caracterizó por el aumento constante del acceso a los mercados internacionales de bonos. Los inversores se sintieron atraídos por el elevado potencial de crecimiento y los altos rendimientos en la mayoría de los países de la región, así como por una tendencia general a la implementación de reformas económicas y políticas. En consecuencia se registró un aumento del tamaño relativo del mercado de América Latina y el Caribe a escala mundial, y el financiamiento vía bonos pasó a ser, después de la inversión extranjera directa (IED), la segunda fuente más importante de financiamiento externo de la región.

No obstante, el crecimiento de la región llegó a estar estrechamente vinculado a la magnitud de los flujos netos de capital privado, y una serie de hechos externos puso de manifiesto la vulnerabilidad de la región a las crisis financieras e interrupciones de dichos flujos. Los flujos de bonos hacia América Latina se caracterizaron por ser altamente volátiles a lo largo de toda la década, concentrados principalmente en países de ingresos medios, sobre todo la Argentina, el Brasil y México. Por otra parte, los márgenes de

riesgo de los bonos respondieron no solo a los fundamentos económicos, sino también a las expectativas del mercado. Cuestiones como la volatilidad financiera y el contagio pasaron a ser particularmente relevantes para la región, y dieron lugar a muchos debates sobre la manera de manejar las interrupciones súbitas³ de los flujos del crédito internacional y los colapsos financieros que las acompañaban.

La oleada de crisis financieras que comenzó con la devaluación del peso mexicano en diciembre de 1994 y concluyó con la cesación de pagos de la deuda argentina en 2001 dio lugar a una depreciación real del tipo de cambio en 2001-2002, lo que a su vez estimuló el crecimiento de las exportaciones; ese crecimiento se benefició también del entorno mundial favorable de los años siguientes, un hecho que en la región se tradujo en importantes superávits de la cuenta corriente⁴. Junto con una postura fiscal más prudente en la mayoría de los países de la región, dichos superávits contribuyeron a la disminución de los coeficientes de deuda externa, a una mayor solvencia de la región y a la reducción de su vulnerabilidad externa. En consecuencia, el desempeño económico en la década de 2000 se ve menos asociado a la magnitud de los flujos de capital privado —desacoplándose, hasta cierto punto, de las fluctuaciones de dichos flujos— y más impulsado por el desempeño de las exportaciones.

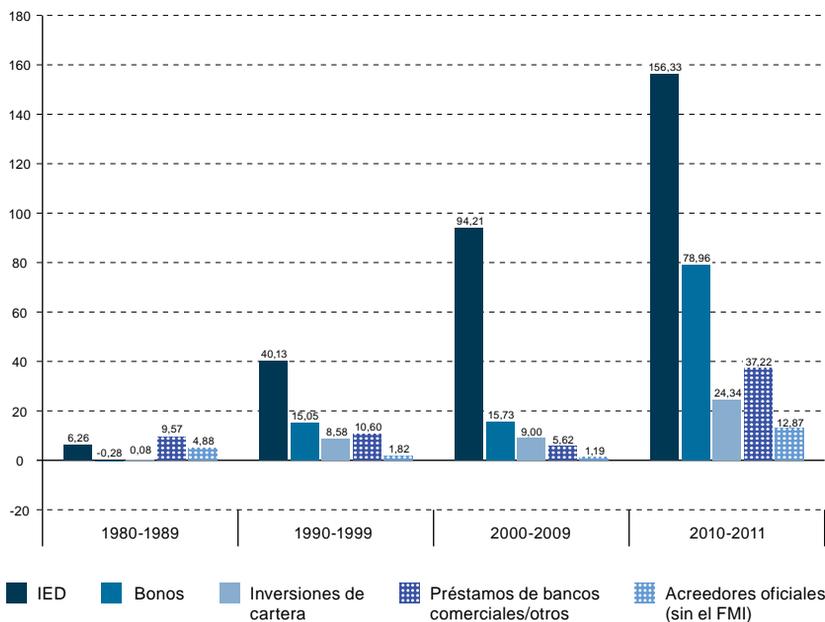
El buen desempeño de los mercados de capital de América Latina en la década de 2000, junto con la abundancia de liquidez en los mercados mundiales, permitió niveles récord de baja de los márgenes de riesgo, la diversificación de las divisas (con un aumento significativo de emisiones de deuda en moneda local), un mayor atractivo de los mercados locales para los inversores, un marcado aumento de las emisiones corporativas y una importante mejora de la calidad del crédito.

En promedio, el financiamiento por medio de bonos siguió siendo la segunda fuente de financiamiento externo de la región durante toda la década de 2000. De hecho, su importancia aumentó tras la crisis financiera mundial de 2008 y los flujos de bonos se fortalecieron sobre todo después de 2009 (véase el gráfico 1).

³ Una interrupción súbita, o crisis de las cuentas de capital, puede definirse como una caída importante —y casi siempre inesperada— de las entradas de capital, que se produce junto con un aumento brusco de los márgenes de riesgo (véase Calvo, Izquierdo y Talvi, 2006; Chamon, Manasse y Prati, 2007; Mendoza, 2008).

⁴ El buen comportamiento de las exportaciones de América Latina en los años del auge refleja alzas de las exportaciones, impulsadas por aumentos de los precios del petróleo y de otros productos básicos.

Gráfico 1
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE:
COMPOSICIÓN DE LOS FLUJOS NETOS DE CAPITAL PRIVADO
(Promedios anuales en miles de millones de dólares)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información del Banco Mundial, World Development Indicators (WDI) y Global Development Finance (GDF).

El objetivo del presente documento es examinar la evolución del acceso de la región a los mercados internacionales de bonos en las últimas tres décadas. A fin de evaluar el papel, el comportamiento y la evolución del financiamiento vía bonos como fuente de financiamiento externo para América Latina y el Caribe, es importante comprender el comportamiento y la evolución de los márgenes de riesgo y los cambios que se han registrado en la composición de la deuda en los últimos 30 años.

En primer lugar, el presente estudio se centra en las primeras fases del mercado secundario para deuda soberana tras la crisis de 1982 (véase el capítulo I). A continuación, se analiza el papel del Plan Brady en la redefinición de la integración de América Latina en la economía mundial durante la década de 1990 y también el papel de las recompras y los canjes de deuda que contribuyeron a que, en la década de 2000, los bonos Brady cerraran el círculo (véase el capítulo II). En los capítulos siguientes se examinan las tendencias en la comercialización de la deuda durante ese período, incluidos los cambios en la composición de la deuda (véase el capítulo III);

los avances en las emisiones de deuda, en el tipo de emisor y en el desglose por divisas (véase el capítulo IV); los cambios en el comportamiento de los márgenes de riesgo, los efectos de las tasas de interés de los Estados Unidos y la correlación entre los márgenes de los bonos de la región y los márgenes de los bonos corporativos de alto rendimiento de los Estados Unidos (véase el capítulo V) y, por último, la evolución de las calificaciones crediticias (véase el capítulo VI). En el capítulo VII se examina la manera en que los países de América Central y el Caribe se han desempeñado en relación con el resto de la región, en especial tras la crisis financiera mundial. El estudio concluye con una discusión sobre los avances en el acceso de la región a los mercados internacionales de bonos y sobre el futuro del financiamiento vía bonos en la región (véase el capítulo VIII).

Capítulo I

Los orígenes de la clase de activos: la crisis de la deuda de la década de 1980

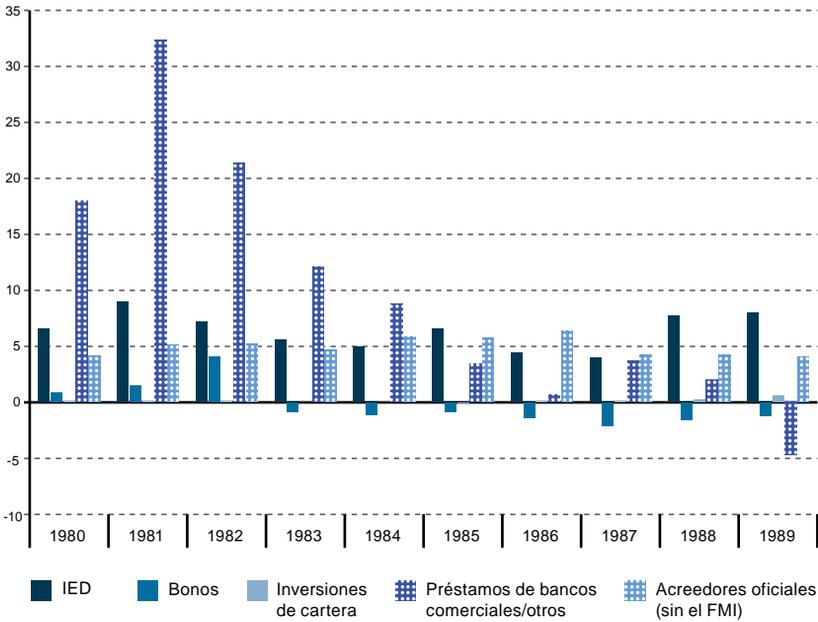
A principios de la década de 1980, después de tres décadas de notable crecimiento económico, los países de América Latina se enfrentaron a una seria crisis relacionada con el rápido aumento de la deuda contraída con los bancos acreedores en la década de 1970 y con el deterioro del escenario económico mundial. Las causas principales de la crisis de la deuda de 1982 fueron los fuertes vaivenes —en su mayoría imprevistos— de los mercados de productos básicos, de los tipos de cambio, los flujos de capital y las tasas de interés. La recesión mundial redujo los mercados de las exportaciones e hizo bajar los precios de los productos básicos; por su parte, políticas monetarias restrictivas en los países industrializados forzaron al alza las tasas de interés a escala mundial y aumentaron la carga real de la inflada deuda de América Latina. La crisis afectó a la región cuando muchos países ya se habían acostumbrado a un elevado flujo anual de préstamos y habían acumulado una deuda muy grande en relación con las décadas anteriores¹.

La reducción consiguiente de los flujos de capital hacia América Latina durante toda la década de 1980 produjo un cambio importante en la composición de dichos flujos; en particular, el crédito oficial procedente

¹ Véase un análisis más profundo de la crisis de la deuda de 1982 en América Latina en CEPAL (1996), Devlin (1989) y French-Davis (1988).

de fuentes bilaterales y multilaterales aumentó de un modo considerable mientras la proporción de préstamos de bancos comerciales descendía bruscamente (véase el gráfico I.1). Alarmados ante el deterioro de sus activos en América Latina, los bancos comerciales adoptaron la estrategia de reducir su exposición al riesgo en relación con los activos totales y también con el capital, mientras que el aumento de los flujos oficiales fue, en parte, el resultado de desembolsos más elevados por parte del Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), que aprobaron programas especiales para acelerar los créditos a los países receptores. No obstante, el incentivo de los flujos oficiales —incrementados por los préstamos del Fondo Monetario Internacional (FMI)— no fue suficiente para compensar los movimientos en los mercados privados. La salida neta de capitales de América Latina fue tan alta durante la década, que obstaculizó seriamente la realización de nuevas inversiones y el crecimiento.

Gráfico I.1
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: COMPOSICIÓN DE
LOS FLUJOS NETOS DE CAPITAL PRIVADO EN LA DÉCADA DE 1980
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información del Banco Mundial, World Development Indicators (WDI) y Global Development Finance (GDF).

Lo que detonó la crisis de la deuda de los países en desarrollo fue, el 12 de agosto de 1982, el anuncio, por parte de México, de que no podría hacer frente a su compromiso del 16 de agosto, es decir, el servicio de su deuda de 80.000 millones de dólares. La situación no tardó en empeorar y, en octubre de 1983, 27 países, con una deuda total de 239.000 millones de dólares, habían reprogramado su respectivas deudas con los bancos o se encontraban en vías de hacerlo². Dieciséis de ellos eran países de América Latina y el Caribe, y los cuatro más grandes (Argentina, Brasil, México y Venezuela (República Bolivariana de)) debían 176.000 millones de dólares a varios bancos comerciales, es decir, cerca del 74% de la deuda total pendiente. De esa cantidad, unos 37.000 millones de dólares se debían a los ocho bancos más grandes de los Estados Unidos y constituían aproximadamente el 147% de su capital y sus reservas de entonces³. En consecuencia, varios de los principales bancos del mundo se vieron ante la posibilidad de importantes cesaciones de pagos sobre sus préstamos (*defaults*) y de quiebra, que puso en riesgo la estabilidad del sistema financiero.

El origen de la deuda de los mercados emergentes como clase de activos se remonta a principios de la década de 1980 y al trasfondo internacional que acabamos de describir. No mucho después de que, se iniciara la crisis de la deuda en América Latina en 1982, entre los bancos comerciales comenzó a desarrollarse gradualmente un pequeño mercado secundario para la negociación de préstamos soberanos. La primera negociación tuvo lugar poco después de que, en diciembre de 1982, se acordasen las primeras reestructuraciones de la deuda. Inicialmente, esas operaciones tuvieron como única finalidad reasignar la cartera de créditos soberanos, y se estructuraron como permutas de activos. Mientras que los grandes bancos continuaron manteniendo los préstamos como activos y participando en reestructuraciones de la deuda, la mayor parte de los bancos comerciales más pequeños, prefirieron vender sus carteras en mora y eliminar sus relativamente pequeñas exposiciones a países en desarrollo. Otros bancos intentaron reorganizar sus carteras de crédito cambiando préstamos hechos a un país por los préstamos de otro banco concedidos a un segundo país. En 1983 y 1984, un grupo reducido de operadores comenzó a operar como intermediario entre compradores y vendedores de préstamos soberanos⁴.

² Los préstamos bancarios sindicados de la década de 1970 eran, en su mayor parte, préstamos a corto y mediano plazo denominados en dólares y emitidos a tasas de interés variables. Los costos de cualquier posible cambio de las tasas de interés estaban a cargo de los países prestatarios, que comenzaron a hacer frente a serios problemas de sostenibilidad de la deuda cuando se dispararon las tasas de interés reales y la economía mundial se desaceleró a fines de la década.

³ Véase FDIC (1997).

⁴ Véase EMTA (2010) y Wolfson (2010).

A. Los primeros años: 1983-1985

El inicio de un mercado secundario para la deuda con descuento de los países en desarrollo se vio facilitado por cuatro factores principales, a saber, un grupo reducido, pero creciente, de bancos dispuestos a vender su deuda con un descuento sustancial del valor nominal; el deseo de algunos bancos de ajustar sus carteras de préstamos a países en desarrollo mediante canjes de préstamos; la reducción del número de instrumentos financieros relativos a los préstamos a consecuencia de la reestructuración y el proceso de reprogramación de la deuda, que permitieron que la documentación relacionada con los canjes fuese más sencilla, más barata y más rápida, y la simplificación gradual de los procedimientos de transferencia de deuda, gracias a la estandarización de las disposiciones estipuladas en los acuerdos de reprogramación de los préstamos⁵.

Solamente los bancos con exposiciones reducidas a la región, o con grandes provisiones para cubrir las pérdidas de préstamos, podían permitirse las pérdidas relacionadas con la venta total de su deuda. En 1983 y 1984, la mayoría de los bancos no vendió todos sus préstamos; en cambio, utilizaron el incipiente mercado secundario para reorganizar sus carteras de préstamos a la región. Según Buckley (1997a), se estima que tres de cada cuatro canjes de deuda de ese período se realizaron exclusivamente con la finalidad de llevar a cabo un ajuste de carteras.

Las razones principales para que un banco ajustara su cartera eran cuatro. Primero, los bancos tenían distintos puntos de vista sobre la calidad crediticia relativa de los diferentes países y, procedieron a ajustar su cartera en consecuencia. Segundo, muchos bancos latinoamericanos optaron por concentrar su riesgo en el mercado que conocían mejor —el propio— y procedieron a cambiar sus préstamos a otros países de la región por préstamos a su propio país. Tercero, la exposición, aunque pequeña, a un alto número de prestatarios y en numerosos países era demasiado cara de gestionar y administrar, y la solución consistió en concentrar los préstamos en uno o dos países. Por último, y en la dirección contraria, algunos bancos optaron por diversificar la exposición al riesgo a varios países de la región en vez de concentrar esa exposición solo en uno o dos países.

Desde 1983 hasta principios de 1985, uno de los rasgos principales del mercado secundario fue que las transacciones eran personalizadas y se documentaban individualmente, pues eran pocos los compradores y vendedores dispuestos a realizarlas. El volumen típico de las transacciones no era muy grande, y públicamente no se mencionaban los precios del mercado secundario ni el lugar de la negociación. Otro rasgo importante del mercado

⁵ Véase Buckley (1997a).

secundario de ese período fue la necesidad de confidencialidad, resultante del carácter políticamente sensible de la venta por parte de los bancos de sus préstamos a América Latina y de la capacidad de esas transacciones de mover el mercado.

Si bien el mercado secundario de esos primeros años desempeñó un papel que permitió una salida a los bancos con pequeñas exposiciones a la deuda de los países en desarrollo y el ajuste de cartera a los bancos más grandes, no proporcionó alivio a los países deudores, y su impacto en el importe de la deuda contraída fue bajo.

B. Planes de conversión de deuda en acciones: 1986-1987

Cuando en los nuevos acuerdos de reestructuración se introdujeron las disposiciones que permitían a los acreedores intercambiar deuda soberana por acciones u otros activos, el incipiente mercado secundario cobró aún más ímpetu. La actividad negociadora aumentó considerablemente en 1986 y 1987, sobre todo después de que Chile y México adoptaran programas de canje de deuda por acciones como parte de sus paquetes de reestructuración de la deuda⁶.

Dichos programas permitieron a los titulares de deuda cambiar sus deudas por acciones en empresas de propiedad estatal o de otro tipo, o por activos locales. Mientras los operadores colocaban las cantidades necesarias de deuda elegible con los inversores, cada conversión de deuda en acciones generaba muchas transacciones en el mercado secundario que resultaban en largas cadenas de canjes. Así, la necesidad de proveer deuda elegible para la conversión en acciones dio lugar a una actividad importante en 1986 y 1987. Al proporcionar la deuda para su uso en canjes por acciones y en recompras, el mercado secundario de esos años contribuyó por primera vez a aliviar un poco no solamente la carga de los acreedores, sino también la de los países deudores.

El ajuste de cartera que llevaron a cabo los bancos (1983-1985) y los canjes de deuda por acciones y las recompras de deuda (1986-1987) fueron facilitados por el mercado secundario de comercialización de la deuda en sus primeros cinco años. Este incipiente mercado secundario, por lo tanto, desempeñó un papel importante en la historia y el alivio de la crisis de la deuda.

⁶ Las deudas más negociadas eran las del Brasil (antes de febrero de 1987), Chile y México. Hacia el final de ese período, cuando los planes de conversión de deuda en acciones por parte de Chile y México estaban en su apogeo, los préstamos de estos países pasan a representar casi dos terceras partes del volumen total del mercado (Buckley, 1997a).

C. Los bonos Azteca: 1987-1988

A fines de 1987 se anunció un plan para titularizar hasta 20.000 millones de dólares de los préstamos de México. El plan consistía en convertirlos en bonos, los llamados bonos Azteca, que tenían asegurado el pago del principal. Los préstamos elegibles para la conversión fueron los que estaban en manos de los acreedores originales, no los adquiridos en el mercado, y por ese motivo el impacto del plan fue escaso en el mercado secundario. No obstante, su importancia reside en haber sido el precursor del Plan Brady, que en los años posteriores transformó el mercado.

Los bonos Azteca se emitieron a bancos comerciales acreedores a cambio de deudas contraídas por el sector público mexicano. Los bancos comerciales acreedores condonaron el 30% de la deuda en cuestión a cambio de un bono Azteca colateralizado y con tasa de interés variable. El Azteca tenía una duración de 20 años. El principal se devolvía en la fecha de vencimiento, y la amortización se colateralizaba mediante la compra, por parte de México, de un bono cupón cero a 20 años del Tesoro de los Estados Unidos, que debía depositarse en la Reserva Federal de ese país hasta su vencimiento. Aun cuando la tasa de interés de estos nuevos bonos era más alta que la de los préstamos a los que sustituían, gracias a la reducción del principal México ahorraría en pagos de intereses netos durante la vida de los bonos.

Así pues, apoyando al plan Azteca mediante una emisión ad hoc de bonos cupón cero del Tesoro de los Estados Unidos, el Gobierno estadounidense permitió públicamente, y por primera vez, cierto grado de condonación de la deuda. Ese alejamiento de la actitud previa, es decir, de la "amortización íntegra", fue un paso fundamental en el camino hacia el Plan Brady.

Capítulo II

Los bonos Brady

El tipo de reestructuración voluntaria de la deuda en moratoria, incluido el alivio de la deuda, introducido con la emisión de los bonos Azteca, se incorporó en una iniciativa gubernamental de los Estados Unidos anunciada en marzo de 1989 por Nicholas Brady, el Secretario del Tesoro. Dicha iniciativa, conocida ahora como el Plan Brady, pedía a las agencias de préstamo de los Estados Unidos y organismos multilaterales (incluidos el FMI y el Banco Mundial) que cooperasen con los bancos comerciales acreedores para reestructurar y reducir la deuda de los países en desarrollo que estaban aplicando ajustes estructurales y programas económicos apoyados por dichos organismos. En septiembre de 1989, México fue el primer país en firmar un acuerdo Brady que estableció la norma para acuerdos posteriores.

Muchos de los países que en la década de 1980 habían dejado de pagar préstamos bancarios, en la década de 1990 comenzaron a convertir préstamos vencidos de bancos comerciales en bonos soberanos reestructurados, los llamados bonos Brady. Estos bonos impulsaron el auge del mercado de bonos de países emergentes en la década de 1990 y contribuyeron a redefinir la integración de los mercados de bonos de América Latina y el Caribe en la economía mundial.

En la segunda mitad de la década de 1990, algunos países cierran el círculo, entrando voluntariamente en el mercado para retirar bonos Brady colateralizados mediante recompras y canjes por eurobonos no colateralizados. El atractivo de los canjes de deuda para los países deudores era doble. Por un lado, se liberaba colateral asociado con los bonos Brady (títulos de bajo rendimiento del Tesoro de los Estados Unidos), que el país podía emplear para hacer frente a otras obligaciones. Por el otro, se reducía el nivel de la

deuda pendiente, pues el cambio se realizaba a un descuento basado en los precios del mercado secundario. Para el titular original del bono, la ventaja residía en los rendimientos más altos de los bonos no colateralizados.

A. El Plan Baker

El Plan Baker fue el predecesor del Plan Brady. En octubre de 1985, en las reuniones anuales del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial celebradas en Seúl, James Baker, el Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, anunció el “Programa para el crecimiento sostenido”, destinado a los países más endeudados, que durante los tres años siguientes se convirtió en el núcleo de la política gubernamental estadounidense en materia de deuda. El plan proponía que los bancos comerciales facilitaran nuevos préstamos de 20.000 millones de dólares a lo largo de los tres años siguientes; de dicha cantidad, 7.000 millones de dólares procederían de bancos de los Estados Unidos y 13.000 millones de bancos de otros países; por su parte, los organismos oficiales, en especial el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, proporcionarían otros 9.000 millones de dólares. Los préstamos oficiales debían ir asociados a reformas de política en las naciones deudoras, incluidas la liberalización del comercio y las inversiones, la reforma fiscal, los recortes presupuestarios, la eliminación de los subsidios gubernamentales, la privatización a gran escala, la reducción del salario mínimo y la liberalización de los mercados financieros nacionales. Sin embargo, ni los bancos comerciales ni los organismos oficiales llegaron a prestar las cantidades de nuevos fondos que se habían fijado¹.

A principios de 1987, el Plan Baker empezó a perder impulso dado que los bancos comerciales se resistían cada vez más a seguir prestando dinero a los países deudores. Las instituciones más reacias eran bancos regionales de los Estados Unidos y de la Europa continental que habían vendido sus exposiciones a la deuda de los países en desarrollo en los mercados secundarios. El mercado les había ofrecido una alternativa a seguir prestando dinero, a saber, la liquidación de sus carteras de los países en desarrollo. De ese modo, el mercado secundario ofreció a esos bancos regionales una salida de la crisis de la deuda, algo que los bancos más grandes, con alto nivel de exposición, no pudieron obtener.

A principios de 1989, el Plan Baker y su estrategia de reprogramación de la deuda con dinero nuevo ya eran ineficaces. Los bancos eran cada vez más reacios a proveer nuevos fondos, y los países al mayor nivel de endeudamiento y a los programas de austeridad del FMI. Se necesitaba, por tanto, un nuevo enfoque, que llegó en la forma de la propuesta Brady. Con el tiempo, el Plan Brady, como se hizo conocido, transformó el mercado secundario.

¹ Véase Buckley (1997a).

B. El Plan Brady

Este plan, llamado así por Nicholas Brady, ex Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, se presentó en 1989, y constituyó un cambio radical respecto del Plan Baker. En un discurso pronunciado el 10 de marzo de 1989, el Secretario Brady propuso una serie de transacciones individuales basadas en el mercado, en las que se invitaba a los acreedores a que participaran de manera voluntaria. El alivio de la deuda iba acompañado por la conversión de los préstamos en bonos colateralizados; a los países deudores se les permitiría recomprar su propia deuda al descuento en el mercado secundario; y se fomentarían los planes de conversión de deuda en capital. La propuesta fue vista como expresión de mayor urgencia, por parte de los Estados Unidos, por resolver la crisis de la deuda, un fuerte llamado para el desarrollo de soluciones basadas en el mercado y la aceptación oficial de que condonar parte de la deuda era un paso fundamental².

El Plan Brady combinó el apoyo del Gobierno de los Estados Unidos y el apoyo multilateral oficial para obtener el alivio en la deuda y en el servicio de la deuda con los bancos comerciales acreedores extranjeros para aquellos países que implementaran con éxito amplias reformas estructurales apoyadas por el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial. Si reestructuraba su deuda, un país podía obtener una condonación parcial y, al mismo tiempo, diferir durante unos años una parte del principal y del pago de intereses, ganando así tiempo para que las reformas se dejaran sentir en la economía y mejorar el flujo de fondos y la balanza de pagos. En buena parte, a los bancos se les ofrecía la posibilidad de aceptar una reducción de la deuda (valor nominal) o en el servicio de la deuda (tasas de interés).

El acuerdo mexicano, el primero del Plan Brady, fue el prototipo de los siguientes acuerdos al estilo Brady³ y cubrió cerca de 48.000 millones de dólares del valor nominal de la deuda externa elegible de México con bancos comerciales; para desarrollarlo se requirió aproximadamente un año. A cambio de sus préstamos en moratoria por falta de liquidez, los bancos pudieron escoger entre tres instrumentos, y dos de ellos incluían un canje por bonos colateralizados.

La primera opción era un cambio por bonos emitidos con descuento, o bonos con reducción del principal, que requerían una reducción del 35% del valor nominal de los préstamos en moratoria, proporcionando así a México alivio de la deuda con pagos menos elevados del principal. No obstante, los bonos emitidos con descuento tenían una tasa de cupón de mercado del

² Véase Buckley (1997b).

³ No obstante, el acuerdo Brady firmado por México representó una desviación de las propuestas del Secretario Brady, pues fue un plan excepcional en el que la participación del acreedor era en realidad obligatoria.

London Interbank Offer Rate (LIBOR) más 13/16. La segunda opción, bonos con reembolso a la par, o bonos con reducción del tipo de interés, no implicaba una reducción del valor nominal, pero incluía una tasa de cupón por debajo del mercado (del 6,25%) en un momento en que la LIBOR superaba el 10%. Ambos tipos incluían una garantía total del principal en forma de un bono cupón cero ad hoc del Tesoro de los Estados Unidos, similar al canje Azteca. Asimismo, incluían una garantía de interés móvil que cubría el valor de 18 meses de pagos de intereses⁴. La tercera opción —dinero nuevo— no implicaba una reducción del valor nominal de los préstamos impagos (lo que permitía a los bancos mantener en sus libros el importe total del principal de sus préstamos mexicanos), pero requería que los bancos comerciales proporcionaran nuevos préstamos adicionales de al menos el 25% de su exposición durante tres años⁵.

Un elemento fundamental del acuerdo que alcanzó México en el marco del Plan Brady fue el énfasis que se puso en la reducción de la deuda y el alivio de los intereses, y el mercado secundario desempeñó un papel fundamental para hacer más aceptables esos dos puntos. La deuda de los países en desarrollo ya comenzaba a negociarse de manera rutinaria en el mercado secundario con un importante descuento a valor nominal, y ello proporcionó a México una base fundamental para sostener que los bancos ya estaban asumiendo una posible condonación de la deuda y que, por tanto, al país debía permitírsele conseguir parte del descuento⁶.

Al acuerdo mexicano pronto le siguieron otros. En 1996 ya eran diez los países de América Latina y el Caribe que habían implementado canjes al estilo Brady (véase el cuadro II.1). Con el tiempo, los mecanismos del Plan Brady se hicieron más complejos y ofrecieron un abanico más amplio de posibilidades para reducir la deuda y el servicio de la deuda (véase el recuadro II.1). A cambio de sus préstamos, los prestamistas recibieron bonos con condiciones fijadas según una serie de opciones, desarrolladas cuidadosamente caso por caso.

Cada reestructuración completada en virtud del Plan Brady desembocó en la emisión de nuevos títulos de deuda (bonos), concebidos para poderse canjear más fácilmente que los préstamos en moratoria. La transformación de un mercado de préstamos no titularizados en un mercado de bonos finalizó en 1998, cuando ya estaban completas todas las principales reestructuraciones Brady. La titularización ayudó a los países de América Latina a mejorar su acceso a los mercados financieros internacionales.

⁴ La adquisición del colateral para estos bonos —los bonos cupón cero y la garantía de interés móvil— se financió como sigue: 1.300 millones de dólares de México; 2.000 millones de dólares del Japón, y 3.700 millones de dólares del FMI y el Banco Mundial. Véase Buckley (1997b, pág. 1.810). En el recuadro II.1 se incluye una descripción de las implicaciones de la garantía de interés móvil.

⁵ Véase Brauer y Chen (2000).

⁶ Véase Buckley (1997b).

Cuadro II.1
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE:
ACUERDOS BRADY CON BANCOS COMERCIALES

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

Fuente: Jane Sachar Brauer y Douglas Chen, "Brady Bonds", *The Handbook of Fixed Income Securities*, Frank J. Fabozzi (ed.), Nueva York, McGraw Hill, 2000.

La mayor parte de la deuda Brady fue emitida por países latinoamericanos; a la Argentina, el Brasil, México y Venezuela (República Bolivariana de) correspondían las tres cuartas partes de las cantidades originales pendientes de pago en el mercado (véase el cuadro II.2). Casi todos los países con deuda de bancos comerciales en moratoria de la década de 1980 canjearon esa deuda por bonos Brady o por préstamos reestructurados. Durante la década de 1990, la mayoría de los países mejoraron sus presupuestos y posteriormente recaudaron fondos en el mercado de eurobonos.

Cuadro II.2
CANTIDADES ORIGINALES DE LAS EMISIONES DE CANJES BRADY
(En miles de millones de dólares)

País	A la par	Al descuento	Otra deuda Brady	Total deuda Brady emitida	Participación en el total de los bonos Brady (en porcentajes)
América Latina y el Caribe	55,77	27,03	65,17	147,96	87,10
Argentina	12,67	4,32	8,47	25,45	14,98
Brasil	10,49	7,29	32,88	50,66	29,82
Costa Rica	n.d.	n.d.	0,59	0,59	0,35
Ecuador	1,91	1,44	2,78	6,13	3,61
México	22,40	11,77	2,73	36,90	21,72

Cuadro II.2 (conclusión)

País	A la par	Al descuento	Otra deuda Brady	Total deuda Brady emitida	Participación en el total de los bonos Brady (en porcentajes)
Panamá	0,26	0,04	2,92	3,22	1,90
Perú	0,18	0,57	4,12	4,87	2,87
República Dominicana	n.d.	0,33	0,19	0,52	0,31
Uruguay	0,53	n.d.	0,54	1,07	0,63
Venezuela (República Bolivariana de)	7,33	1,27	9,95	18,55	10,92
Otras regiones	5,57	5,09	11,26	21,91	12,90
Total	61,34	32,12	76,43	169,97	100,00
Porcentaje	36,11	18,91	44,99	100,00	

Fuente: Jane Sachar Brauer y Douglas Chen, "Brady Bonds", The Handbook of Fixed Income Securities, Frank J. Fabozzi (ed.), Nueva York, McGraw Hill, 2000.

Recuadro II.1 ESTRUCTURA Y CLASES DE BONOS BRADY

Los bonos Brady eran obligaciones gubernamentales emitidas por un país deudor tras negociar con sus bancos acreedores la reestructuración de préstamos en moratoria. Los bancos acreedores cambiaron los préstamos bancarios sindicados improductivos por varios bonos Brady ofrecidos por el gobierno deudor. Al final de las negociaciones, los bancos acreedores tuvieron la posibilidad de elegir entre varias estructuras de bonos Brady. Una vez emitidos, los bonos Brady comenzaron a negociarse en el mercado secundario.

Los bonos Brady se estructuraron de diversas maneras. Los primeros acuerdos Brady incluían un bono con tasa fija y variable, con el principal colateralizado, por bonos cupón cero del Tesoro de los Estados Unidos y una garantía en efectivo que representaba un número fijo de futuros pagos de intereses (garantía de interés móvil). Posteriormente, los acuerdos incluyeron un conjunto más amplio de opciones y estructuras de bonos, incluidos cupones a tasa fija, a tasa variable y crecientes (*step-up*), principal reembolsable de una sola vez al vencimiento o amortizable, y pagos de principal e intereses colateralizados y no colateralizados. No todas las clases de bonos Brady eran colateralizadas, y ningún bono Brady estaba garantizado por el Gobierno de los Estados Unidos.

Bonos con principal colateralizado: Dos clase de bonos, los bonos a la par y los bonos con descuento, eran bonos con una amortización única al vencimiento, que iba de 25 a 30 años (es decir, el pago de todo el principal se hacía en esa fecha) y representaron los activos más importantes y más comunes del mercado de bonos Brady. Los bonos a la par se emitían al valor de paridad a cambio del valor nominal original de los préstamos reprogramados, pero tenían una tasa de interés fija por debajo del mercado. Los bonos con descuento tenían una tasa de interés variable, por lo general la LIBOR más 13/16, pero se cambiaban por menos bonos que la cantidad del préstamo original o a un valor nominal con descuento del préstamo previamente reprogramado, que solía oscilar entre el 50% y el 65% del valor nominal original.

Recuadro II.1 (continuación)

En general, tanto los bonos a la par como los bonos con descuento tenían el principal garantizado por bonos cupón cero del Tesoro de los Estados Unidos, financiados al principio con una combinación de préstamos del FMI y del Banco Mundial y las propias reservas del país. Además, la parte de los bonos a la par y de los bonos con descuento correspondiente a los intereses estaba parcialmente colateralizada por títulos calificados, como mínimo, AA y en cantidades suficientes para cubrir un número dado de meses de interés (por lo general, 12) sobre el principal pendiente a una tasa predeterminada. La garantía de los intereses se caracterizaba por ser una garantía de interés móvil, pues si no se utilizaba, pasaba al período de intereses siguiente. Tanto el colateral del principal como el de los intereses los mantenía un organismo designado, y se depositaban en custodia en la Reserva Federal de Nueva York. Los titulares de bonos no podían rescatar el principal garantizado hasta la fecha de vencimiento, momento en el que estaban disponibles los ingresos para pagar todo el principal adeudado. Si bien los primeros intercambios implicaron la emisión ad hoc de un bono cupón cero del Tesoro de los Estados Unidos, las emisiones posteriores permitieron al soberano comprar en el floreciente mercado secundario bonos del Tesoro sin cupón.

Bonos Brady no colateralizados: Los tipos de bonos incluidos en un determinado plan se establecían durante las negociaciones para reestructurar la deuda entre un consorcio de acreedores y el país deudor. Los bonos solían tener calendarios de cupones variables y un plan de amortización, y a veces incluían la capitalización del interés. Cada plan podía incluir también otros instrumentos distintos de los bonos a la par y los bonos con descuento; por ejemplo, bonos de conversión de la deuda (DCB), bonos a tasa de interés reducida al comienzo del período (FLIRB), y bonos de fondos nuevos (NMB), relacionados con los anteriores. Estos tres tipos de bonos eran instrumentos de amortización al portador no colateralizados con un vencimiento considerablemente más corto y también con una vida media más corta que los bonos a la par y los bonos con descuento.

Un acreedor que escogiera la opción de conversión de la deuda recibía una cantidad de bonos de igual valor nominal, pero también prestaba al deudor dinero fresco. Luego, el país deudor emitía un bono que representaba esa obligación adicional. En los primeros años, la opción de bonos a tasa de interés reducida al comienzo del período con capitalización ofrecía al emisor un alivio de intereses por debajo del mercado y, en años posteriores, tasas de interés de mercado. Los acreedores que escogían esta opción recibían cantidades de bonos de igual valor nominal a cambio de la deuda canjeada. El interés se colateralizaba solo por un período determinado, y el cupón primero subía y luego fluctuaba.

Bonos de capitalización o Bonos C: Aparecieron por primera vez en 1994, en el Plan Brady para el Brasil. El Bono C se emitía a valor nominal por la deuda canjeada. El cupón era fijo, y se pagaba en parte en efectivo y en parte se sumaba al principal (capitalizado). Hasta fines de 1999, los titulares aceptaron más bonos en lugar de efectivo para pagar parte del cupón. En el acuerdo de intercambio de bonos C, el Brasil aceptó una tasa de acumulación del 8% que inicialmente solo pagó el 4%. El restante 4% fue capitalizado, aumentando el monto nominal pendiente al 104% del monto original al terminar el primer año.

Recuadro II.1 (conclusión)

Los intereses vencidos en varios planes Brady se consolidaron en interés vencido (PDI), interés devengado y bonos impagos (IDU), bonos con intereses elegibles (EI), bonos con intereses de demora (IAB) y bonos con interés vencido a tasa variable (FRB). Estos instrumentos se emitían a cambio de reajustes de los intereses y presentaban cupones flotantes (o cupones crecientes (*step-up*) en el caso de los bonos con intereses de demora e interés vencido). El principal y los intereses no se colateralizaban y el pago del principal podía amortizarse tras un período de gracia. Por regla general, se trataba de un bono de interés variable no colateralizado, amortizable a 10 o 20 años. El interés vencido sobre los préstamos impagos canjeados por esos instrumentos solía capitalizarse durante varios de los primeros períodos de pago de intereses y luego se amortizaba, como fue el caso de los bonos de interés vencido emitidos en el marco de los intercambios Brady para el Ecuador, Panamá y el Perú.

Muchos acuerdos del Plan Brady también incluían derechos de recuperación del valor (DRV). Los pagos de estos derechos dependían de que las condiciones para los países deudores fuesen favorables. Por ejemplo, en México y Venezuela (República Bolivariana de) dependían del precio internacional del petróleo (en el caso de México, de una combinación del precio y los volúmenes de las exportaciones). Otros DRV dependían o bien de la tasa de crecimiento o bien de que el nivel del PIB alcanzara un valor determinado. El principio general establecía que si las condiciones económicas del país deudor mejoraban, los acreedores también podrían beneficiarse de esas mejoras recibiendo pagos adicionales. Aunque los derechos de recuperación del valor solo fueron una parte marginal del mercado de la deuda de los países emergentes, proporcionaron lecciones valiosas sobre el modo de crear y negociar instrumentos de deuda contingentes. Una de esas lecciones fue la preferencia por la sencillez, pues el interés del mercado disminuía cuando la fórmula para fijar el pago era innecesariamente complicada. Otra lección fue la necesidad de que el procedimiento fuese práctico: el interés del mercado aumentaba cuando los derechos podían desacoplarse del bono principal con el que iban asociados, ya que de esa manera podían negociarse como instrumentos financieros aparte. Ese fue el caso de los derechos de recuperación del valor de México.

Fuente: Jane Sachar Brauer y Douglas Chen, "Brady Bonds", *The Handbook of Fixed Income Securities*, Frank J. Fabozzi (ed.), Nueva York, McGraw Hill, 2000; Sharon Y. Lee y Michael E. Venezia, "A primer on Brady Bonds", *United States Fixed-Income Research, Emerging Markets Fixed Income*, Salomon Smith Barney, 9 de marzo de 2000 y Banco Interamericano de Desarrollo (BID), "Vivir con deuda: cómo contener los riesgos del endeudamiento público"; Eduardo Borensztein, Eduardo Levy Yeyati y Ugo Panizza, *Progreso Económico y Social en América Latina. Informe 2007*, cap. 1, 2007.

C. Recompras y canjes

En la segunda mitad de la década de 1990, algunos países cerraron el círculo y entraron voluntariamente en el mercado para retirar los bonos Brady colateralizados mediante recompras y canjes por instrumentos no colateralizados (véase el recuadro II.2). Las recompras y canjes permitían al país deudor liberar el colateral asociado con los bonos Brady (letras del Tesoro de los Estados Unidos de bajo rendimiento) con el fin de emplearlo para satisfacer otras obligaciones y también para reducir el nivel de deuda

pendiente, puesto que el cambio se realizaba a un descuento basado en los precios del mercado secundario. Para el titular original del bono, la ventaja residía en que los rendimientos de los bonos no colateralizados eran más altos.

Recuadro II.2
RETIRADA DE BONOS BRADY

En los diez años posteriores a la creación del último bono Brady, los emisores soberanos habían retirado prácticamente todos esos bonos recurriendo principalmente a los siguientes métodos:

- Recompra discreta de los bonos Brady en el mercado secundario;
- Inicio de un programa formal de canje de bonos Brady por eurobonos, en el que el precio de la operación estaba fijado de antemano y las convocatorias de ofertas se solicitaban (por ejemplo, México en 1996 seguido de otros canjes formales realizados por la Argentina, Venezuela (República Bolivariana de), el Brasil, Panamá y el Uruguay);
- Inicio de una conversión formal en deuda local, con el compromiso de pagar el servicio de la deuda con ingresos tributarios;
- Cierre de acuerdos de canje privados;
- Emplear los bonos Brady para pagar privatizaciones (por ejemplo, el Brasil);
- Maduración de bonos, y
- Ejercicio de la opción de compra sobre el bono, pues todos los bonos Brady, salvo uno, eran rescatables a la par.

Fuente: Bank of America/Merrill Lynch, "Sovereign debt restructurings: lessons from Brady bonds", *GEMs Strategy Viewpoint*, 3 de febrero de 2011.

El ciclo de recompras y canjes de deuda comenzó en 1996 en México, cuando este país llevó a cabo dos operaciones para retirar 3.600 millones de dólares en bonos Brady. En 1997 lo siguieron la Argentina, el Brasil, el Ecuador, Panamá y Venezuela (República Bolivariana de), que retiraron 10.400 millones de dólares en bonos Brady colateralizados mediante recompras de deuda y canjes con descuento por bonos no garantizados. En 1998, la Argentina llevó a cabo operaciones de recompra y retiró 1.500 millones de dólares en bonos Brady. En 1999, la Argentina, el Brasil, México y el Uruguay retiraron 6.000 millones de dólares. Durante la segunda mitad de la década de 1990, la Argentina, México y Venezuela (República Bolivariana de) fueron los principales compradores de sus propios bonos Brady en América Latina y retiraron más del 30% del monto original emitido de estos bonos.

Las recompras y los canjes continuaron en la década de 2000. En 2003, México retiró toda su deuda Brady pendiente; fue el primer país en hacerlo. La Argentina y el Ecuador retiraron la mayor parte de su deuda Brady pendiente mediante el proceso de reestructuración que tuvo lugar tras el *default*, y lo

mismo hizo el Uruguay reestructurando su deuda (véase el recuadro II.3). En julio de 2005, el Brasil anunció la retirada de 4.400 millones de sus bonos C (bonos de capitalización). Los bonos C se canjearon por nuevos bonos A (bonos de amortización), y de esta forma el Brasil redujo aún más su deuda Brady pendiente. En marzo de 2006, el Brasil y Venezuela (República Bolivariana de) anunciaron que retiraban toda su deuda Brady pendiente; por su parte, Panamá retiró en julio la última parte de su deuda Brady pendiente, llevando así la clase de activos creada a partir de los préstamos bancarios impagos de la década de 1980 a una virtual extinción.

Recuadro II.3
ECUADOR, ARGENTINA Y URUGUAY:
REESTRUCTURACIONES DE LA DEUDA BRADY

Ecuador (1999): El Ecuador fue el primer país que dejó de pagar los bonos Brady. La deuda ecuatoriana era más diversa que otras en la época del *default* en 1999, con seis emisiones de bonos Brady y eurobonos por un valor nominal total de 7.700 millones de dólares. Había dos bonos globales: el global 2002, un bono global con un alto grado de iliquidez emitido en 1997 y en manos básicamente de bancos, y otro bono global que nunca se comercializó. El Ecuador entró en moratoria en 1999 y reestructuró en 2000. En la reestructuración de 2000, los dos bonos globales recibieron tratamiento preferencial^a.

Argentina (2001): El gobierno llevó a cabo dos canjes voluntarios de deuda con la intención de reducir el servicio inminente de la deuda prorrogando vencimientos y rebajando las tasas de descuento en efectivo, pero esas medidas no bastaron para evitar la cesación de pagos. En primer lugar, el gobierno llevó a cabo un *megaswap* en junio de 2001, canjeando cerca de 30.000 millones de dólares de la deuda Brady local y global interna y externa; gran parte de esa deuda tenía un vencimiento inminente. Las agencias de calificación crediticia consideraron que la operación se realizó a niveles de mercado justos. En noviembre de ese mismo año el gobierno ofreció otro canje de deuda Brady y eurobonos por préstamos locales. No obstante, la operación de noviembre fue considerada coercitiva por S&P's, que rebajó todos los bonos elegibles a la calificación *default D*. En el curso de un mes, el soberano declaró una moratoria al pago de 95.000 millones de dólares de deuda externa, el incumplimiento más grande de la historia^b.

Uruguay (2003): Cuando a fines de 2001 la Argentina dejó de pagar, el costo de los fondos del Uruguay era de T+300 puntos básicos. Cuatro meses después era de T+500 puntos básicos y seguía aumentando. En agosto de 2002 se produjo una corrida bancaria, el gobierno congeló algunos depósitos y los bonos se desplomaron. El sistema bancario del país estaba muy dolarizado y ni los bancos ni el gobierno tenían suficientes activos líquidos en dólares para respaldar esos depósitos. Los bancos no pudieron abrir hasta que los Estados Unidos aportaron una garantía de 1.500 millones de dólares como estímulo para el sistema bancario uruguayo. El año anterior, el Fondo Monetario Internacional había aportado 2.800 millones de dólares en concepto de asistencia y había pedido al Uruguay que propusiera un canje antes de dejar de efectuar un pago de su deuda (*pre-default*) y así tratar de evitar la crisis que había tenido lugar en la Argentina. Para obtener buenos resultados en

Recuadro II.3 (conclusión)

esta estrategia preventiva, el Uruguay se decidió por una operación de canje voluntaria que trataría en pie de igualdad a los titulares de bonos, buscando así un enfoque que no fuese hostil al mercado y que incluía negociaciones formales con los titulares de bonos. La operación salió bien, dejó al Uruguay un excedente fiscal y le permitió nutrirse de préstamos del FMI y recuperar la confianza de los inversores en su capacidad para pagar las deudas y reavivar la economía. Las cláusulas de acción colectiva se incluyeron en los nuevos bonos emitidos en el marco de la operación⁶.

Fuente: Bank of America/Merrill Lynch, "Sovereign debt restructurings: lessons from Brady bonds", *GEMs Strategy Viewpoint*, 3 de febrero de 2011, y "Sovereign debt restructuring, Part 2: post-Brady experience", *GEMs Strategy Viewpoint*, 18 de marzo de 2001.

^a A finales de 2008, el Ecuador suspendió de nuevo el pago de su deuda extranjera, que en esta ocasión estaba compuesta únicamente por bonos globales. Se llevó a cabo una vez más una reestructuración posterior al *default*, que incluyó la recompra en 2009 de los bonos en mora -2012 y 2013- a 35 centavos de dólar.

^b Tres años después, la Argentina lanzó otra oferta para canjear su deuda en *default* por nuevos bonos con un valor total de 41.800 millones: el 3 de marzo de 2005 el gobierno anunció que el 76% de sus acreedores (97% en la Argentina y 65% en el extranjero) habían aceptado la oferta. Este fue el mayor descuento propuesto por un país en cesación de pagos a sus acreedores. De acuerdo con su oferta, la Argentina pagaría entre 30 y 34 centavos por cada dólar en valor neto actualizado. En 2010, la Argentina ofreció otro canje de deuda para añadir 20.000 millones de dólares en participación para una tasa de participación total del 92%.

^c Posteriormente, otros países —Granada en 2004, la República Dominicana en 2005 y Belice en 2006— adoptaron un enfoque preventivo similar y propusieron canjes de deuda antes de dejar de efectuar el pago de sus deudas.

Los eurobonos y los bonos globales emitidos en la década de 1990 empezaron a desplazar a los bonos Brady originales y finalmente llegaron a ser los dominantes en los mercados⁷. De hecho, los gobiernos prefirieron reemplazar sus bonos Brady con otros instrumentos, porque los orígenes de los bonos Brady en la reestructuración de los préstamos bancarios en moratoria les recordaban un pasado turbulento. Además, la estructura de los bonos Brady era más complicada.

Los eurobonos eran estructuras simples de concentración de vencimientos (*plain vanilla bullet structures*)⁸, y los inversores tendían a considerarlos menos sujetos a riesgo de impago que los bonos Brady. Los inversores no buscaban en ellos un diferencial tan amplio como el de los bonos Brady. Con los diferenciales (márgenes de riesgo) menores de los eurobonos, los gobiernos pudieron reducir el costo de su financiamiento externo empleando ocasionalmente las ganancias de la emisión de eurobonos para retirar deuda Brady pendiente de pago⁹. Los bonos Brady retirados solían tener

⁷ Un eurobono es un bono no sujeto a registro, emitido y vendido a inversores internacionales. Un bono global es un bono registrado en la jurisdicción de los principales centros financieros (véase Bank of America/Merrill Lynch, 2011). Pese a la distinción, a menudo se hace referencia a los bonos globales como eurobonos y frecuentemente se incluyen en esa categoría.

⁸ En las estructuras de concentración el principal se reembolsa íntegro en un solo pago en la fecha de vencimiento del bono, (amortización única y total al vencimiento en lugar de que el principal sea amortizado o devuelto poco a poco, durante el período de vida del bono).

⁹ Véase Brauer y Chen (2000).

diferenciales más altos y precios absolutos más bajos que los eurobonos que los reemplazaron, por lo que ofrecían al soberano ahorrar en el valor presente neto de la deuda y una reducción de la deuda acumulada (valor nominal)¹⁰.

Según el BID (2007), se emitió un volumen total mundial de 175.000 millones de dólares en bonos Brady¹¹. De ese total, en 2006 seguían en circulación poco más de 10.000 millones de dólares y ya se había retirado más del 97% de la deuda Brady de la región (véase el cuadro II.3).

Cuadro II.3
CANTIDADES ORIGINALES Y SALDOS PENDIENTES
DE BONOS BRADY DESDE MARZO DE 2006
(En miles de millones de dólares)

País	Emitidos			Pendientes (marzo de 2006)		
	Año de emisión	Valor nominal	Porcentaje del total	Valor nominal	Porcentaje del total	Retirados (en porcentajes)
América Latina y el Caribe		143,1	81,8	3,9	36,4	97,3
Argentina	1993	24,8	14,2	0,0	0,0	100,0
Brasil	1994	51,3	29,3	0,0	0,0	100,0
Costa Rica	1990	0,6	0,3	0,0	0,0	100,0
Ecuador	1995	6,3	3,6	0,0	0,0	100,0
México	1990	35,6	20,4	0,0	0,0	100,0
Panamá	1996	2,9	1,7	0,9	8,4	69,0 ^a
Perú	1996	4,2	2,4	2,0	18,7	52,4 ^b
República Dominicana	1994	0,5	0,3	0,4	3,7	20,0
Uruguay	1991	1,1	0,6	0,0	0,0	100,0
Venezuela (República Bolivariana de)	1990	15,8	9,0	0,6	5,6	96,2
Otros países		31,8	18,2	6,8	63,6	78,7
Total		174,9	100,0	10,7	100,0	93,9

Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo (BID), "Vivir con deuda: cómo contener los riesgos del endeudamiento público"; Eduardo Borensztein, Eduardo Levy Yeyati y Ugo Panizza, *Progreso económico y social en América Latina, Informe 2007*, cap. 1, 2007.

^a Panamá retiró la última parte de su deuda Brady pendiente en julio de 2006.

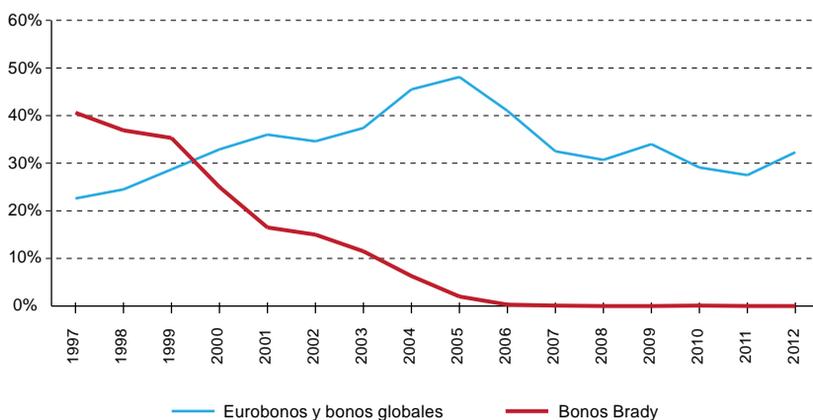
^b El Perú retiró el grueso de su deuda Brady pendiente en marzo de 2007, y en marzo de 2008 había retirado casi el total.

¹⁰ Véase Bank of America/Merrill Lynch (2011).

¹¹ Este monto difiere de los cálculos de Brauer y Chen (2000), según los cuales el total de los bonos Brady emitidos fue ligeramente inferior —170.000 millones de dólares— como se muestra en el cuadro II.2.

Las operaciones de recompra o canje de deuda Brady provocaron, en la década de 2000, una brusca caída de su participación en la deuda externa soberana pendiente total. Actualmente, ese instrumento, que una vez dominó el mercado, es una clase de activos en extinción. Tras alcanzar un máximo en marzo de 1997, el stock de bonos Brady denominados en dólares inició una tendencia descendente (véase el gráfico II.1), que fue, en gran parte, el resultado de dos factores: abundante liquidez en los mercados financieros mundiales, que animó a los inversores a buscar rendimientos más altos, disponibles en activos con más riesgo, como los bonos de los mercados emergentes, y una marcada mejora de la solvencia de muchos países.

Gráfico II.1
LA DISMINUCIÓN DE LA DEUDA BRADY
(Como participación en el total de la deuda de los mercados emergentes)



Fuente: Emerging Markets Trade Association (EMTA).

La mayor parte de las operaciones de retirada de bonos fue posible porque los países con acuerdos Brady habían recuperado, tras reestructurar su deuda, la confianza de los inversores y de los mercados internacionales. La retirada de bonos Brady es una señal de la fuerza del mercado de bonos soberanos, que llegó a alcanzar proporciones importantes en los mercados mundiales de capital. La recuperación de esos países fue tan notable que, apenas pocos años después de la retirada del último Brady, los países que habían representado más del 50% de la deuda Brady total ya habían alcanzado la calificación crediticia de grado de inversión.

Capítulo III

La deuda negociable de los mercados emergentes: madura la clase de activos

La deuda de los mercados emergentes como clase de activos evolucionó y maduró en las últimas tres décadas. Hoy, la clase de activos es más amplia, la calidad del crédito ha mejorado y la base inversora se ha expandido. Tras la implementación de los acuerdos Brady, las operaciones de deuda de los mercados emergentes en el mercado secundario experimentaron una profunda transformación, y de ser un mercado para negociar préstamos comerciales pasó a ser un mercado en expansión para títulos (bonos) y derivados afines.

A medida que la mayor parte de la deuda de los mercados emergentes pasaba, en su mayor parte, de préstamos a bonos (primero, bonos Brady y luego eurobonos y bonos globales), la base acreedora se amplió para incluir, además de los bancos comerciales, a otros inversores institucionales. No obstante, las oportunidades de inversión y comercialización en todos los mercados emergentes siguieron compartiendo ciertas características que presentaban riesgos comunes. Según Chamberlin (2010), “además de los riesgos habituales resultantes del desempeño económico y financiero del emisor y de su capacidad de cumplir con sus obligaciones de pago, esos riesgos comunes incluían una variedad de riesgos transfronterizos, como incertezas jurídicas o regulatorias, dificultades de aplicación, fluctuaciones y restricciones cambiarias y cambios de gobierno o de políticas gubernamentales, incluido el riesgo de que la buena disposición de un país no fuera suficiente para que pudiese saldar su deuda.” Esos riesgos, y la volatilidad asociada a ellos, junto con las debilidades de la estructura de comercialización de la deuda, hicieron que la clase de activos

se mantuviese separada de la comercialización y la inversión en los mercados más importantes. En consecuencia, durante gran parte de la década de 1990 las economías de los mercados emergentes experimentaron ciclos de expansión y contracción e hicieron frente a una serie de crisis financieras que pusieron de relieve la vulnerabilidad de la clase de activos a las crisis externas.

La deuda de los mercados emergentes como clase de activos ha mejorado desde las crisis financieras de la década de 1990. Durante la década de 2000, apoyados por políticas económicas que condujeron a la estabilidad macroeconómica y a una mayor participación en la economía mundial, los mercados emergentes en general, y los mercados de capital de América Latina en particular, arrojaron muy buenos resultados, lo que permitió la evolución y maduración de la clase de activos evolucionara y madurara.

Los mercados emergentes fueron los que más contribuyeron al crecimiento mundial en 2012. Además, muchos países de mercados emergentes han pasado a tener estatus de acreedores netos externos. En América Latina, por ejemplo, el Brasil, Chile, México, el Perú y Venezuela (República Bolivariana de) son ahora acreedores netos. Este hecho representa un fuerte contraste con el aumento de la deuda pública de las economías avanzadas. En consecuencia, en la última década los mercados emergentes locales se han vuelto cada vez más atractivos para los inversores y las emisiones corporativas han crecido con fuerza. Las tendencias más recientes indican un cambio en el financiamiento del sector público, de deuda externa soberana a mercados locales, y en el financiamiento externo, donde pasa de deuda soberana a corporativa y bancaria.

En el siguiente apartado analizamos la evolución de la deuda de los mercados emergentes como clase de activos, centrándonos especialmente en América Latina y el Caribe.

A. La evolución de la clase de activos: desde la década de 1990 a la década de 2000

Desde las crisis de la década de 1990, la deuda de los mercados emergentes como clase de activos ha mejorado. A diferencia de los choques anteriores, la cesación de pagos por parte de la Argentina en 2001, es decir, hacia el final del ciclo de crisis financieras de la década de 1990, no produjo prácticamente contagio alguno en la clase de activos más amplia de la deuda de los mercados emergentes. La ausencia de contagio demostró que se habían producido mejoras fundamentales, tanto en lo que respecta a los activos como a los inversores. Las mejoras prosiguieron a lo largo de la década de 2000 y pueden resumirse como sigue:

- Hoy la clase de activos es más amplia. Por ejemplo, cuando se produjo la crisis del Tequila que sacudió a México en diciembre de 1994, el índice EMBI Global de J.P. Morgan contenía solo 15

países (7 de América Latina y el Caribe), pero a fines de 2012 la lista era de 55 (incluidos 17 países de la región), y eso significa que los inversores disponen de más opciones si uno o más de dichos países tienen problemas.

- La calidad del crédito de los mercados emergentes ha aumentado, un dato que se refleja en la mejora de las calificaciones crediticias. También se ha registrado una mejora en la calidad de los instrumentos. En la década de 1990, muchos instrumentos de los índices EMBI de J.P. Morgan eran préstamos o bonos Brady colateralizados. Desde que en la década de 1990 se completaron las reestructuraciones Brady, la mayoría de los prestatarios ha recomprado bonos colateralizados y ha amortizado bonos reestructurados. Muchas de esas recompras se hicieron en forma de un canje de deuda en que el emisor ahorra dinero comprando deuda barata colateralizada y emitía bonos globales más caros. La sustitución de bonos Brady por bonos globales ha mejorado la calidad de los instrumentos que componen la clase de activos.
- La base inversora del mercado emergente también ha mejorado desde las crisis de 1990. Antes de la cesación de pagos por parte de la Federación de Rusia en 1998, la deuda de los mercados emergentes estaba dominada por inversores fuertemente apalancados, como bancos y fondos de inversión de alto riesgo, que eran especuladores a corto plazo. Hoy la base inversora tiene más inversores dispuestos a comprar los activos y mantenerlos a largo plazo. La tendencia principal desde 2002 ha sido que la deuda de los mercados emergentes pase de las manos de los inversores a corto plazo a las manos de inversores a largo plazo. Por otra parte, la base inversora es más ancha e incluye gestores con grado de inversión (pues muchos países de los mercados emergentes han obtenido esa calificación) y fondos de pensiones locales.

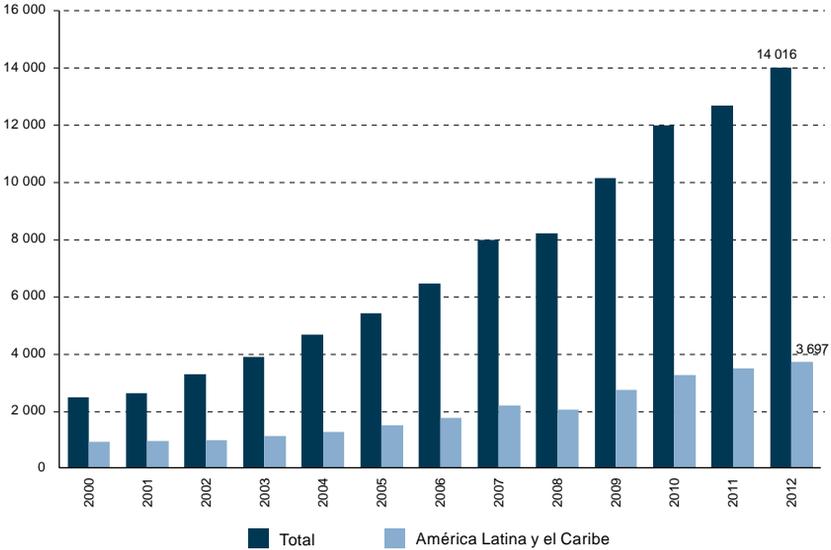
En promedio, la deuda acumulada total de los mercados globales emergentes (MGE) ha crecido un 16% anual desde 2002 y un 14% anual desde 1994, según afirma Bank of America/Merrill Lynch basándose en información del Banco de Pagos Internacionales (BPI). El total pendiente de deuda negociable de los mercados emergentes alcanzó un nuevo máximo de 14 billones de dólares en 2012¹. La deuda externa mundial de los mercados globales emergentes fue el 8,3% de la deuda externa mundial y la deuda nacional pendiente de los MGE representó, tal como lo señala el BPI, el 13,2% de la deuda nacional mundial en 2012; de ahí que la deuda negociable de los MGE constituya una parte importante del universo de los bonos globales.

¹ Véase Bank of America/Merrill Lynch (2013). El total pendiente de la deuda negociable de los mercados emergentes incluye préstamos negociables, deuda negociable de los gobiernos locales y regionales, bonos del tesoro, letras del banco central y otras deudas de corto plazo.

B. El universo de la deuda de los mercados emergentes

Según Bank of America/Merrill Lynch, el total pendiente de la deuda negociable de los mercados emergentes, que en 2000 se situó en 2,5 billones de dólares, alcanzó un nuevo máximo de 14 billones de dólares en 2012, un total que incluye la deuda negociable interna y externa. Para América Latina y el Caribe, el total de la deuda negociable pendiente fue de 3,7 billones de dólares en 2011, equivalente al 26% del total de la deuda global de los mercados emergentes.

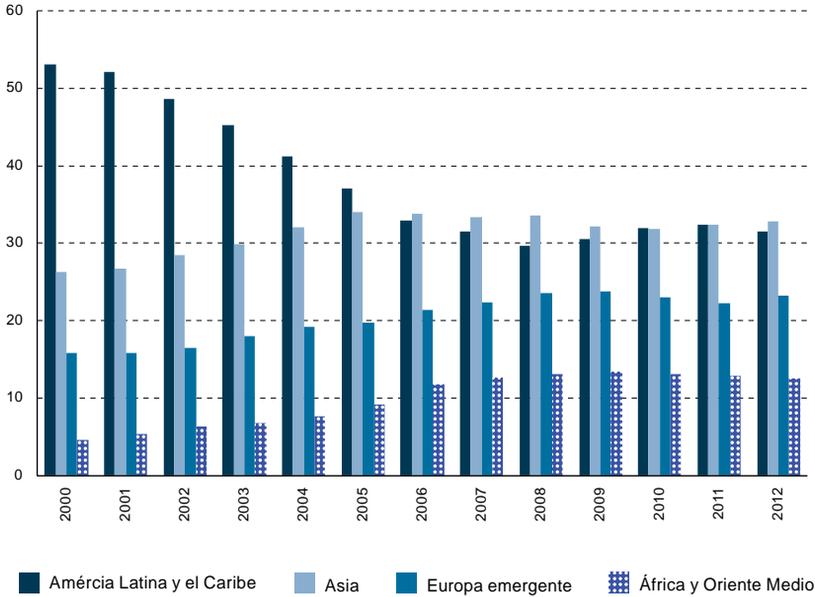
Gráfico III.1
TOTAL PENDIENTE GLOBAL DE LA DEUDA NEGOCIABLE DE LOS MERCADOS EMERGENTES Y DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Bank of America/Merrill Lynch Global Research, Banco de Pagos Internacionales (BPI).

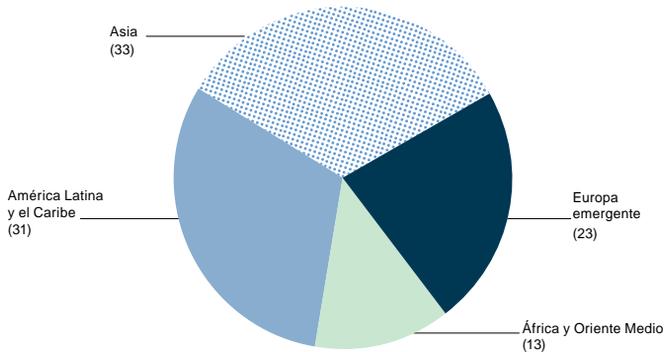
La mayor proporción de la deuda negociable externa total mundial de los mercados emergentes a lo largo de la década de 1990 correspondió a América Latina y el Caribe. Aunque en la primera mitad de la década de 2000 la región también conservó la participación más alta, la tendencia comenzó a ir a la baja en la segunda mitad, cuando las necesidades de financiamiento se reducen a causa de la acumulación de reservas de divisas y cuando los mercados locales de bonos se convierten en una fuente de financiamiento cada vez más importante para las economías de la región, obteniendo así una cuota mayor de la asignación global de la cartera de los inversores. Así, el porcentaje regional de deuda mundial externa negociable se redujo al 30% en 2008, y manteniéndose cerca de este nivel hasta 2012 (véanse los gráficos III.2 y III.3).

Gráfico III.2
 TOTAL DE LA DEUDA EXTERNA NEGOCIABLE MUNDIAL DE LOS MERCADOS EMERGENTES: DESGLOSE POR REGIONES, 2000-2012
 (En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de Bank of America/Merrill Lynch Global Research, Banco de Pagos Internacionales (BPI).

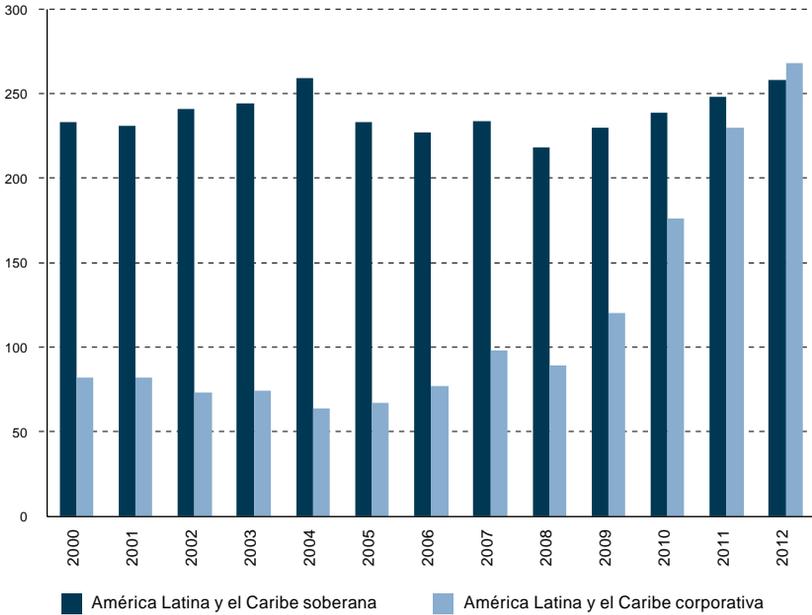
Gráfico III.3
 TOTAL DE LA DEUDA EXTERNA NEGOCIABLE MUNDIAL DE LOS MERCADOS EMERGENTES, POR REGIONES, 2012
 (En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de Bank of America/Merrill Lynch Global Research, Banco de Pagos Internacionales (BPI).

En lo que respecta a la deuda externa negociable de América Latina y el Caribe por tipo de emisor, la participación de la deuda corporativa ha sobrepasado ahora a la de la deuda soberana. En la década de 1990 predominaba la deuda soberana, pero la deuda corporativa aumentó en la década de 2000, y en 2012 había más deuda corporativa pendiente que deuda soberana (véase el gráfico III.4).

Gráfico III.4
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: DEUDA EXTERNA
NEGOCIABLE PENDIENTE POR TIPO DE EMISOR, 2000-2012
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de Bank of America/Merrill Lynch Global Research, Banco de Pagos Internacionales (BPI).

No obstante, el principal porcentaje del total de deuda mundial pendiente de los mercados emergentes corresponde a la deuda interna, no a la externa. Según Bank of America/Merrill Lynch, la deuda interna se aproxima actualmente al 88% del total pendiente de deuda de los MGE y la mayor parte de ese porcentaje corresponde a deuda pública interna, que representa el 47% del total de deuda pendiente de los MGE, seguida por la deuda corporativa interna con el 41%. A Asia corresponde el 61% del total de la deuda negociable interna de los MGE, mientras que a América Latina

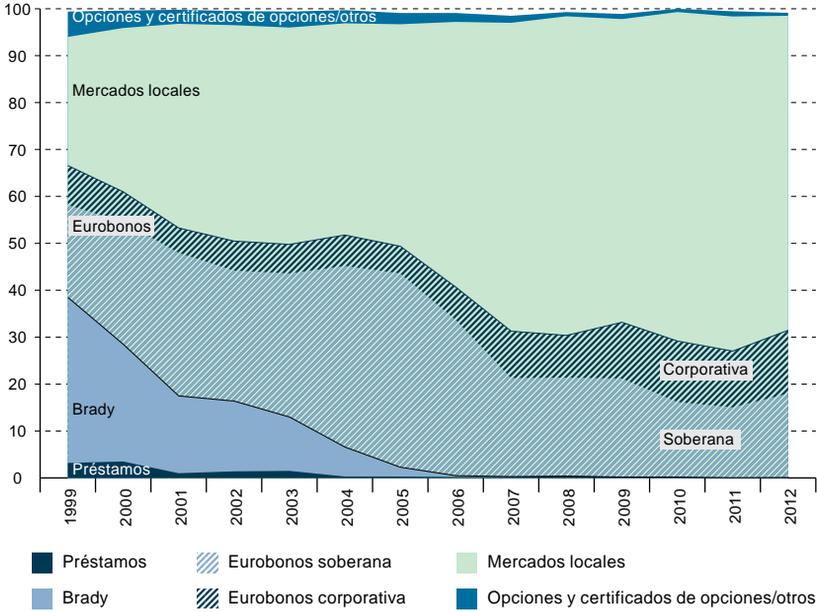
y el Caribe le corresponde el 26%. En el caso de América Latina y el Caribe, la deuda interna se aproximó al 86% del total de su deuda pendiente en 2012 y la deuda interna pública ascendió al 55%. El 45% restante incluyó deuda corporativa interna (31%) y deuda externa soberana y corporativa (14%)².

Según datos de Emerging Markets Trade Association (EMTA), la participación de los instrumentos del mercado local en la deuda negociable total de los mercados emergentes aumentó del 26% en 1997 hasta situarse en el 71% en 2011, antes de caer al 67% en 2012. Al mismo tiempo, la proporción de bonos corporativos aumentó del 7% de la cantidad total de eurobonos negociables en 2004, al 13,5% en 2012; por su parte, los bonos soberanos descendieron del 39% a solo el 18% en el mismo período (véase el gráfico III.5). Actualmente, los deudores soberanos de los mercados emergentes son menos dependientes de los mercados externos y la resiliencia que demostraron tener las corporaciones de los mercados emergentes durante la crisis financiera global reciente ha llevado a una expansión del universo de los bonos corporativos.

Por último, también ha mejorado la calidad del crédito de la clase de activos. En 2010, los tres índices de J.P. Morgan para la deuda de los mercados emergentes tenían una calificación de grado de inversión: el Índice de bonos de mercados emergentes global de J.P. Morgan, o EMBIG (Baa3/BB+), el Índice de referencia para mercados de bonos corporativos de economías emergentes de J.P. Morgan, o CEMBI (Baa2/BBB) y el Índice de bonos de gobierno para mercados emergentes locales de J.P. Morgan —Mercados Emergentes, o GBI-ME (Baa2/A-). La base inversora para la deuda de los mercados emergentes continuó ensanchándose y se diversificó cada vez más. J.P. Morgan estima que casi el 40% de las entradas totales de capital entre 2008 y 2012 procedieron de un grupo de inversores que, por regla general, habían invertido en deuda y acciones más tradicionales del mercado desarrollado.

² El tamaño de los mercados nacionales de la región es muy variable —el del Brasil es, con mucho, el más grande— y por lo general está dominado por el sector público. A pesar de su reciente expansión, dichos mercados siguen presentando dos vulnerabilidades clave. Primero, el paso de deuda externa a deuda interna ha contribuido a reducir el riesgo de desequilibrios cambiarios, pero también puede haber aumentado el riesgo de desfase de vencimientos, pues los inversores siguen siendo reacios a colocar sus fondos a tasas fijas durante largos períodos (Jeanneau y Tovar, 2008). Ese hecho podría exponer a los prestatarios de América Latina y el Caribe a un grado importante de riesgo de refinanciamiento. Segundo, una base inversora más estrecha a nivel nacional obstaculiza el desarrollo de la liquidez del mercado secundario.

Gráfico III.5
DEUDA DE LOS MERCADOS EMERGENTES: NEGOCIACIÓN POR INSTRUMENTO
(En porcentajes)



Fuente: Emerging Markets Trade Association (EMTA).

Capítulo IV

Avances en la emisión de deuda

Las tendencias descritas en el capítulo anterior se registraron en el marco de un proceso de globalización que provocó un crecimiento sustancial en los mercados de capital de las economías desarrolladas. Los inversores, tanto minoristas como institucionales, aumentaron su participación en los mercados de capital y las empresas recaudaron más capital en los mercados de bonos y los mercados bursátiles .

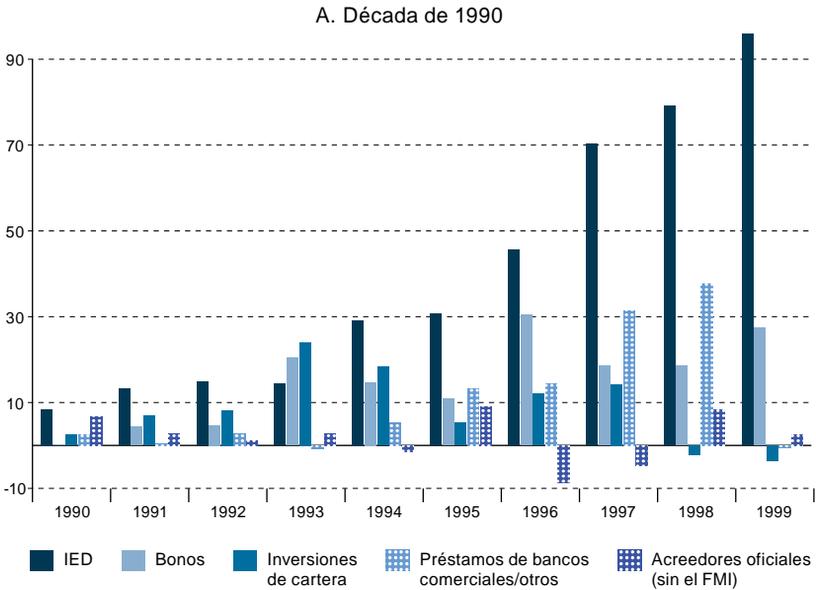
En la década de 1990, los mercados financieros de las economías avanzadas experimentaron un crecimiento tal, que en 2000 la combinación de los créditos bancarios pendientes, la capitalización bursátil y los bonos privados alcanzaron una media aproximada del 250% del producto interno bruto (PIB) para los países del G7, en comparación con el 75% de 1970. Esta etapa de desarrollo del mercado de capital y globalización financiera fue el resultado de políticas gubernamentales que promovieron la liberalización financiera; de innovaciones tecnológicas y financieras que permitieron una reducción del costo de comercialización de la deuda, procesos de compensación y pago más eficaces y el desarrollo de nuevos instrumentos financieros; y del surgimiento de fondos comunes y de pensiones que permitieron a los inversores comprar títulos a bajo costo y diversificar sus inversiones en distintos activos y países.

Estas tendencias mundiales afectaron también a los países en desarrollo. A medida que aumenta la disponibilidad de capital en los mercados internacionales, los países en desarrollo intentan atraer parte de ese capital

a sus mercados nacionales mediante una serie de reformas, entre las que figuran las medidas de liberalización y privatización y el surgimiento de los fondos de pensiones¹.

La composición de los flujos de capital hacia los países en desarrollo cambió de manera significativa en las décadas de 1990 y 2000 en relación con las dos décadas anteriores (1970 y 1980). El porcentaje de flujos oficiales se redujo a menos de la mitad y los flujos de capital privado pasaron a ser la principal fuente de capital para un gran número de países. También cambió marcadamente la naturaleza de los flujos de capital privado. La inversión extranjera directa aumentó a lo largo de toda la década de 1990 y siguió siendo importante en la década de 2000; por su parte, los flujos de cartera también llegaron a ser muy importantes, en especial los flujos de bonos. En el gráfico IV.1 se muestra la composición de los flujos de capital en América Latina y el Caribe.

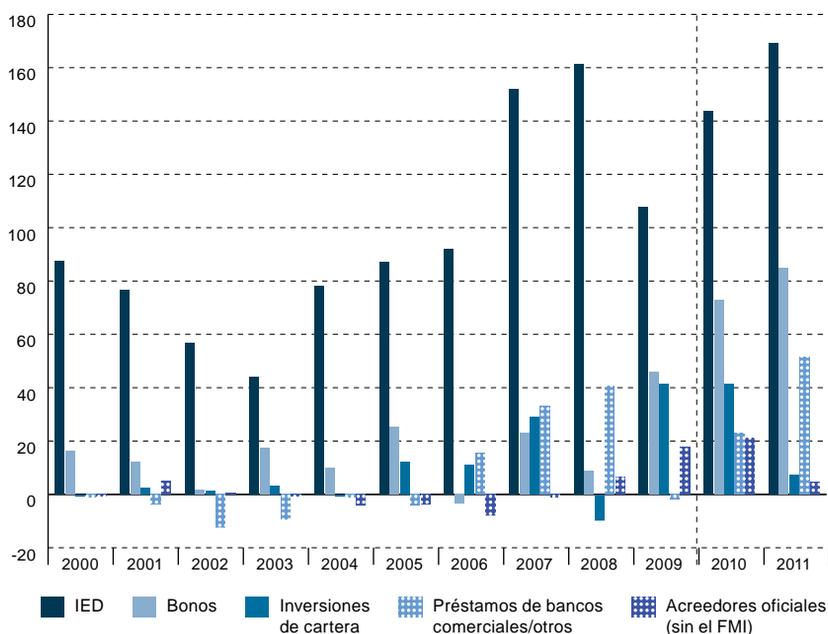
Gráfico IV.1
 AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: COMPOSICIÓN DE
 LOS FLUJOS NETOS DE CAPITAL PRIVADO, DÉCADAS DE 1990 Y 2000
 (En miles de millones de dólares)



¹ Un análisis más amplio de estas políticas puede leerse en De la Torre y Schmukler (2004).

Gráfico IV.1 (conclusión)

B. Década de 2000



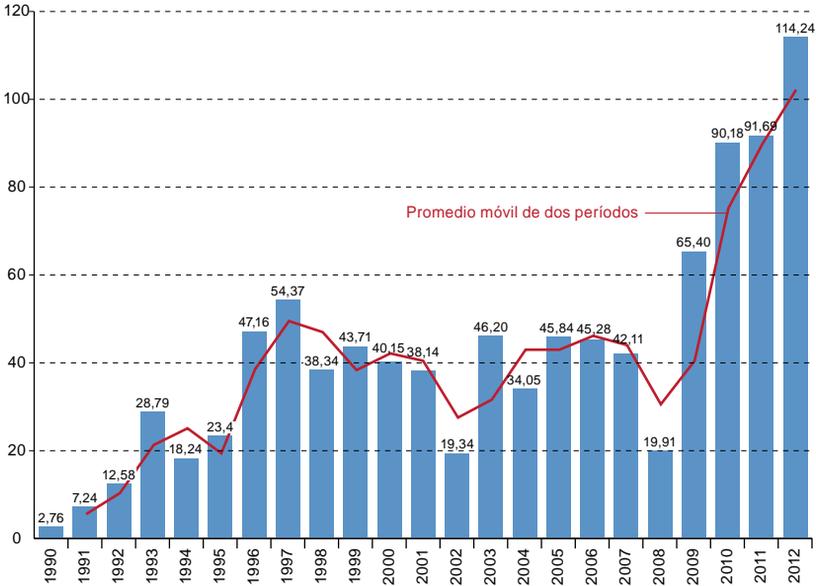
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información del Banco Mundial, World Development Indicators (WDI) y Global Development Finance (GDF).

Antes de 1989, América Latina y el Caribe solo tenía un acceso limitado a los mercados internacionales de bonos. Sin embargo, ese acceso se amplió en la década de 1990 y la importancia de los bonos como fuente de financiamiento externo creció de manera significativa, situándose por detrás únicamente de la IED. El volumen de emisiones internacionales de bonos registró un marcado incremento de 2.800 millones de dólares en 1990 hasta alcanzar un máximo de 54.400 millones en 1997, antes de caer en 1998 y 1999 (véase el gráfico IV.2). Las emisiones corporativas representaron un pequeño porcentaje de la cantidad total emitida en la década de 1990, correspondiendo solo a una cuarta parte del total regional en 1999. Además, la mayoría de las nuevas emisiones de deuda fueron en dólares. El concepto de pecado original o la incapacidad de los mercados emergentes para endeudarse en su propia moneda se discutió ampliamente en la citada década.

Por otro lado, en la década de 2000 las principales tendencias de la región incluyeron un aumento de las emisiones de deuda en divisa local y un incremento de las emisiones corporativas. En 2007, el porcentaje de emisiones de bonos en divisa local en las emisiones totales de deuda externa latinoamericana, incluidas la deuda soberana y la corporativa, alcanzó un

impresionante 19%, comparado con el 5% en 2004 y la ausencia de emisiones en moneda local en 2002 y 2003. En 2012, las emisiones corporativas y bancarias de América Latina representaron el 85% del total, mientras que los bonos soberanos representaron el 14%. El volumen de emisiones internacionales de bonos pasó de 40.150 millones de dólares en 2000 a la cifra récord de 114.529 millones en 2012 (véase el gráfico IV.2). Siguiendo el patrón de años anteriores, el Brasil y México fueron los principales emisores de la región (véase el cuadro IV.1).

Gráfico IV.2
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: NUEVAS EMISIONES ANUALES DE DEUDA
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de LatinFinance, J.P. Morgan y Bank of America/Merrill Lynch.

Cuadro IV.1
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: EMISIONES INTERNACIONALES DE BONOS
(En millones de dólares)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
América Latina y el Caribe	37 806	36 383	45 188	45 064	41 515	18 913	64 750	90 183	91 687	114 529
Emisiones nacionales	37 806	36 383	44 404	44 247	40 976	18 466	61 950	88 657	89 022	112 045
Argentina	100	200	540	1 896	3 256	65	500	3 146	2 193	663
Bahamas	-	-	-	-	-	100	300	-	-	-
Barbados	-	-	325	215	-	-	450	390	-	-
Bolivia (Estado Plurinacional de)	-	108	-	-	-	-	-	-	-	500
Brasil	19 364	11 603	15 334	19 079	10 608	6 400	25 745	39 305	38 624	50 255
Chile	3 200	2 350	1 000	1 062	250	-	2 773	6 750	6 049	9 731
Colombia	1 545	1 545	2 435	3 177	3 065	1 000	5 450	1 912	6 411	7 459
Costa Rica	490	310	-	-	-	-	-	-	250	1 250
El Salvador	349	286	375	925	-	-	800	450	654	800
Guatemala	300	380	-	-	-	30	-	-	150	1 400
Honduras	-	-	-	-	-	-	-	20	-	-
Jamaica	-	814	1 050	930	1 900	350	750	1 075	694	1 750
México	7 979	13 312	11 703	9 200	10 296	5 835	15 359	26 882	21 026	28 147
Panamá	275	770	1 530	2 076	670	686	1 323	-	897	1 100
Paraguay	-	-	-	-	-	-	-	-	100	500
Perú	1 250	1 305	2 675	733	1 827	-	2 150	4 693	2 155	7 240
República Dominicana	600	-	160	675	605	-	-	1 034	750	750
Trinidad y Tabago	-	-	100	500	-	-	850	-	175	-
Uruguay	-	350	1 062	3 679	999	-	500	-	1 693	500
Venezuela (República Bolivariana de)	2 354	3 050	6 115	100	7 500	4 000	5 000	3 000	7 200	-
Emisiones supranacionales	-	-	784	817	539	447	2 800	1 526	2 665	2 484
Banco Centroamericano de Integración Económica	-	-	200	567	-	-	500	151	-	250
Banco de Desarrollo del Caribe	-	-	-	-	-	-	-	-	175	-
Banco Latinoamericano de Comercio Exterior	-	-	-	-	-	-	-	-	-	400
Corporación Andina de Fomento	-	-	584	250	539	447	1 000	1 375	1 240	1 834
NII Holdings	-	-	-	-	-	-	1 300	-	1 250	-

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de LatinFinance, J.P. Morgan y Bank of America/Merrill Lynch.
Nota: Incluye bonos soberanos, de bancos y corporativos.

A. Superando el pecado original

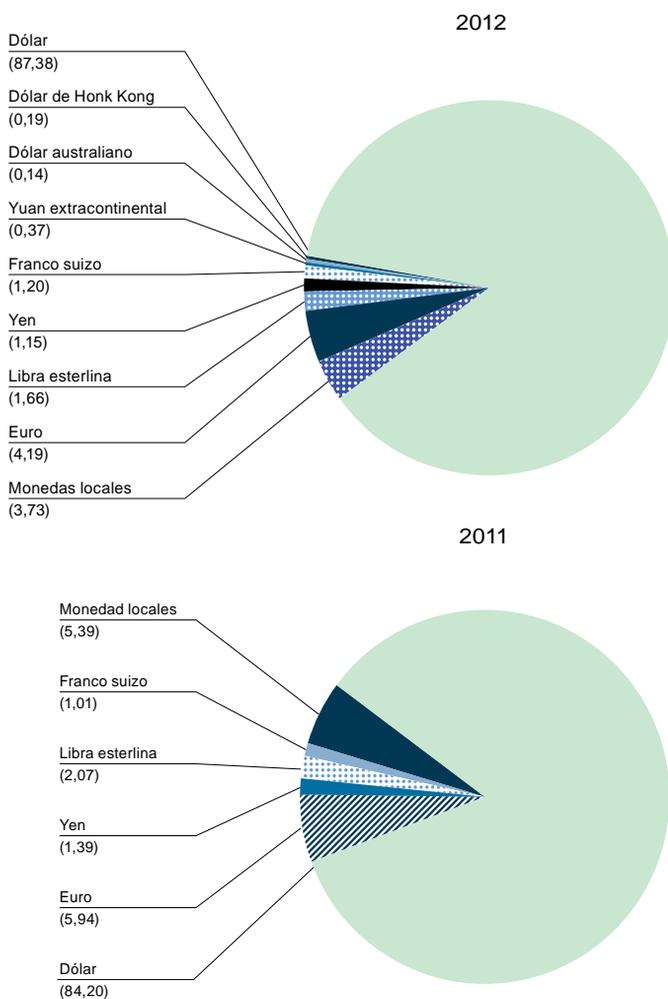
En su estudio de 1999 sobre tipos de cambio y fragilidad financiera, Barry Eichengreen y Ricardo Hausmann propusieron la idea de que los países en desarrollo son más vulnerables que los países desarrollados a las crisis financieras internacionales, básicamente a causa de la composición de sus deudas por tipo de monedas. Según estos autores, para los países menos desarrollados la moneda local no puede ser usada para pedir prestado en el extranjero o a largo plazo, y ni siquiera a nivel local (Eichengreen y Hausmann, 1999, pág. 3). Muchos países de mercados emergentes piden préstamos en moneda extranjera, situación que los autores describieron como el pecado original de las finanzas internacionales.

Más en concreto, Eichengreen, Hausmann y Panizza (2003) muestran que la composición de la deuda externa —y, específicamente, la medida en que esta deuda está denominada en moneda extranjera— es un factor clave en la determinación de la estabilidad del producto, la volatilidad de los flujos de capital, la gestión de los tipos de cambio y el nivel de las calificaciones crediticias de los países (pág. 3). En los países con un alto grado de pecado original, los autores detectan más volatilidad de producto y de capital, calificaciones crediticias inferiores y una capacidad limitada para gestionar una política monetaria independiente. A fin de destacar la importancia de la cuestión, los autores demuestran que solo un número selecto de países está en condiciones de emitir en su propia moneda. Mientras que los principales centros financieros (concretamente, los Estados Unidos, el Reino Unido, el Japón y Suiza) emitieron solo el 34% de la deuda total pendiente en 1993-1998, la deuda denominada en sus respectivas monedas representó el 68% del total. En comparación, los países en desarrollo representaron el 10% de la deuda, pero menos del 1% de la denominación monetaria en ese mismo período.

En la literatura se han identificado siete posibles factores determinantes del pecado original, a saber, el nivel de desarrollo, la credibilidad monetaria, la solvencia fiscal, el nivel de la carga de la deuda, las imperfecciones del mercado de crédito, el tipo de cambio, la pendiente de la curva de rendimiento (con una curva ascendente asociada a un mayor endeudamiento a largo plazo para satisfacer la demanda de los inversores y, por tanto, un menor pecado original), el tamaño de la base inversora, los vínculos comerciales y la solidez de las instituciones. El objetivo de este libro no es examinar la robustez de cada determinante en particular. No obstante, las emisiones de deuda externa en moneda local se hicieron más comunes en América Latina y el Caribe tras el ajuste económico y las mejoras de los fundamentos macroeconómicos y de las políticas macroeconómicas a fines de la década de 1990 y principios de la década de 2000, que incluyeron un tipo de cambio más flexible, una situación fiscal mejorada, control de la inflación, una política monetaria más creíble basada en las metas de

inflación, una base inversora más ancha y una mejora de las instituciones, por ejemplo, la supervisión bancaria. Sin embargo, a pesar de haber registrado un aumento, la deuda en moneda local todavía representa un porcentaje menor de las emisiones totales, sobre todo en relación con las principales divisas, como el dólar estadounidense (véase el gráfico IV.3).

Gráfico IV.3
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE:
NUEVAS EMISIONES DE DEUDA, POR DIVISAS, 2011 Y 2012
(En porcentajes del total de las emisiones regionales)

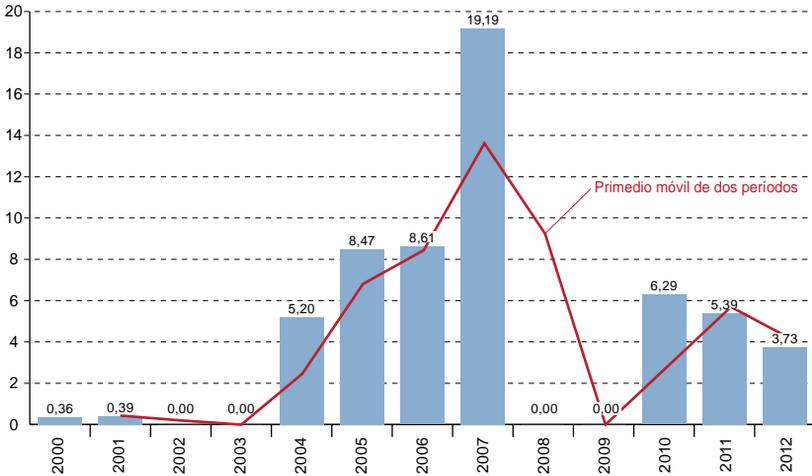


Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de LatinFinance.

En América Latina y el Caribe, las nuevas emisiones de deuda externa en moneda local pasaron de ser inexistentes en 2002 y 2003 a situarse en el 5,2% en 2004. En 2007 alcanzaron su punto más alto, el 19,2% del total de las emisiones regionales, pero descendieron durante la crisis financiera mundial de 2008 y 2009. Las nuevas emisiones totales de deuda externa alcanzaron cantidades récord en 2010 y 2011, y la deuda en moneda local representó un 5,4% del total en 2011. En 2012, las emisiones de deuda en moneda local volvieron a descender hasta situarse en el 3,7%, pero aumentó la diversificación de las divisas. Por primera vez en la región se emitió deuda en renminbi chinos y en dólares australianos (véase el gráfico IV.4).

En 2011, el porcentaje en moneda local fue notable (5,4%) y su descenso al 3,7% en 2012 no fue una sorpresa. La política monetaria expansiva de las economías avanzadas llevó las tasas de interés mundiales a niveles de mínimos históricos y los flujos récord de capital hacia los mercados emergentes mantuvieron bajo presión a las monedas locales. En un escenario así, a las empresas y los gobiernos les resultaba ventajoso emitir en una divisa fuerte (sobre todo en dólares estadounidenses) más que en monedas locales, que en muchos casos se estaban apreciando y fortaleciendo frente al dólar estadounidense y otras divisas.

Gráfico IV.4
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: EMISIONES ANUALES DE DEUDA NUEVA EN MONEDA LOCAL, 2000-2012
(En porcentajes del total de las emisiones regionales)

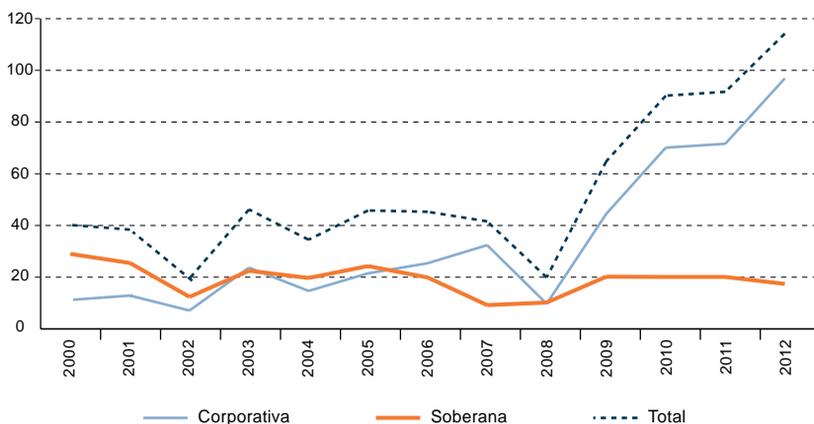


Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de LatinFinance, J.P. Morgan y Bank of America/Merrill Lynch.

B. El aumento de las emisiones corporativas ²

Otra tendencia reciente del mercado de deuda de la región en la última década ha sido el cambio en el financiamiento externo, que ha pasado de deudas soberanas a las emitidas por empresas y bancos. El componente externo eurobono de la deuda corporativa de América Latina y el Caribe creció extraordinariamente en ese período para emerger como un producto dominante en el espacio crediticio mundial. Mientras que el tamaño de las emisiones brutas de deuda externa de América Latina y el Caribe ha continuado creciendo, las emisiones corporativas han pasado a ser el motor principal de la oferta de deuda (véase el gráfico IV.5).

Gráfico IV.5
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: EMISIONES DE DEUDA EXTERNA, SOBERANA,
CORPORATIVA Y TOTAL, 2000-2012
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de LatinFinance, J.P. Morgan y Bank of America/Merrill Lynch.

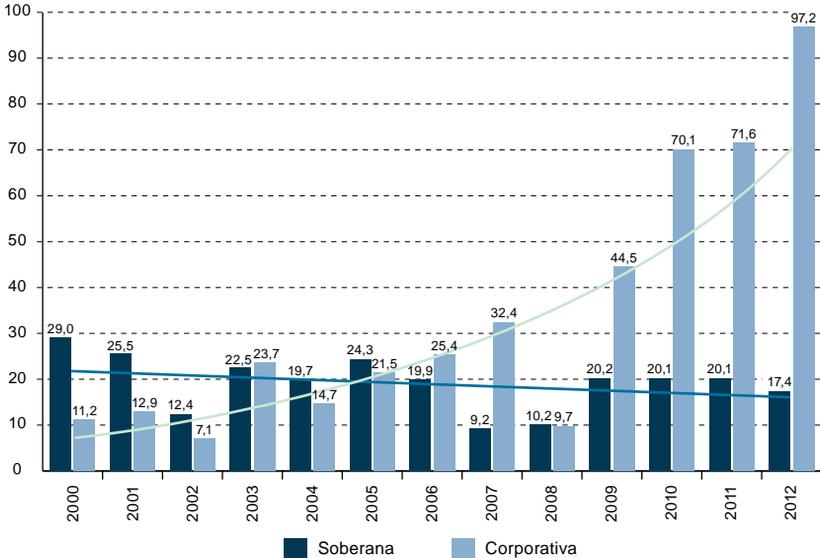
Las emisiones de deuda corporativa en América Latina y el Caribe aumentaron más de ocho veces de 2000 a 2012. En 2011, las emisiones de deuda externa del sector corporativo aventajaron a las emisiones de deuda soberana en más de 3:1; en cambio, en 2000 las emisiones de deuda soberana habían superado a las emisiones de deuda externa corporativa en más de 2:1. Más significativo aún resulta el hecho de que, en 2012, las emisiones de deuda externa por el sector corporativo aventajaron a las emisiones de deuda soberana en más de 5:1. Ahora los gobiernos se ven menos inclinados a acceder a los mercados internacionales de bonos, no solo porque han desarrollado sus mercados locales, sino también porque, tienen menos necesidades de financiamiento dado que crisis financieras pasadas los forzaron a mejorar la dinámica de sus deudas.

² Este capítulo se basa en gran medida en Lara (2011).

La tendencia a una mayor emisión regional de deuda externa corporativa se aceleró fuertemente después de la crisis financiera global de 2008. El promedio de las emisiones de deuda externa corporativa en 2009-2012 representa un aumento del 381% desde los volúmenes medios del período 2000-2007. En el período 2009-2012, las corporaciones dominaron las emisiones de América Latina y el Caribe, a medida que los inversores buscaban rendimientos más altos a través de transacciones en dólares y en moneda local.

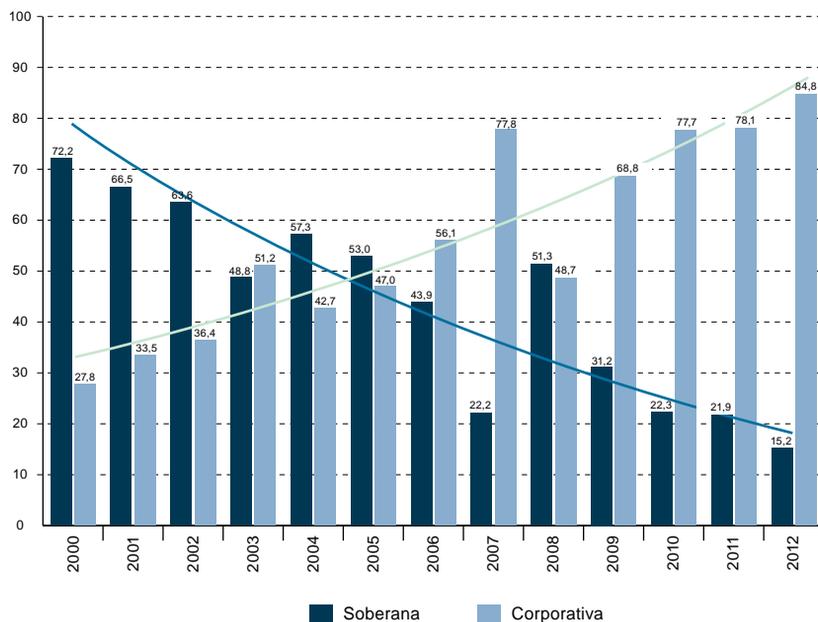
Mientras que los mercados emergentes han ido madurando, la actividad inversora ha aumentado, sobre todo los gastos de capital corporativos. El acceso al financiamiento a plazo en los mercados externos ha sido fundamental para financiar ese crecimiento. La emisión de deuda externa por parte del sector corporativo latinoamericano creció a un ritmo sostenido como porcentaje de las emisiones totales durante la década de 2000, y en 2007 alcanzó el 77,8%. Sin embargo, las emisiones corporativas declinaron en 2008 tras la crisis; en cambio, las emisiones de deuda soberana permanecieron relativamente constantes. Cuando se recuperó la disponibilidad de crédito, la actividad emisora corporativa volvió a cobrar ímpetu, alcanzando un récord de 97.200 millones de dólares en 2012 (véase el gráfico IV.6) y dando cuenta del 85% de las emisiones totales de deuda externa (véase el gráfico IV.7), el porcentaje más alto jamás alcanzado.

Gráfico IV.6
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: EMISIONES
DE DEUDA EXTERNA SOBERANA Y CORPORATIVA, 2000-2012
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de LatinFinance, J.P. Morgan y Bank of America/Merrill Lynch.

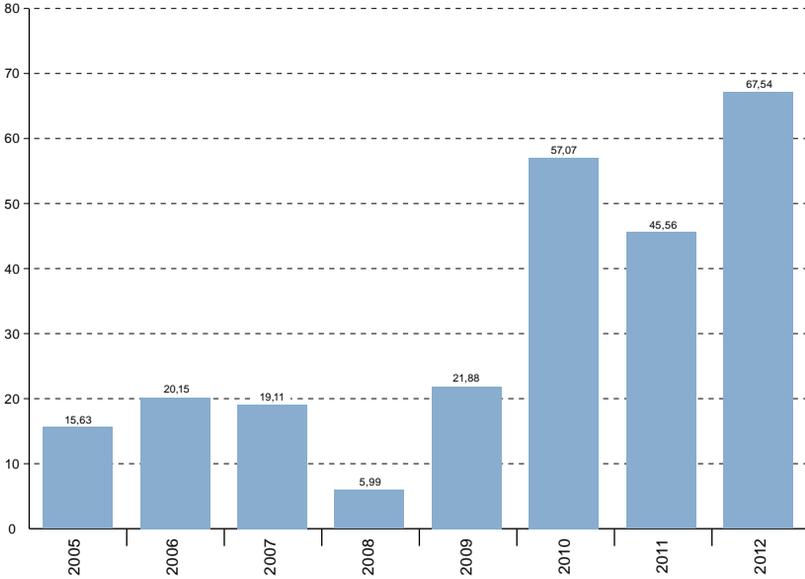
Gráfico IV.7
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: EMISIONES DE DEUDA EXTERNA SOBERANA
Y CORPORATIVA, 2000-2012
(En porcentajes del total de las emisiones regionales)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de LatinFinance, J.P. Morgan y Bank of America/Merrill Lynch.

Las emisiones de deuda corporativa privada en los mercados internacionales de capital, incluidas las emisiones bancarias y financieras y excluidas las del sector público y cuasisoberano, totalizaron anualmente 54.890 millones de dólares de 2005 a 2007 (véase el gráfico IV.8). El desglose anual fue de 15.630 millones en 2005, de 20.150 millones en 2006 y de 19.110 millones en 2007. El sector público desplazó al sector privado inmediatamente después de producirse la crisis financiera mundial en 2008, lo que provocó que las emisiones privadas cayeran espectacularmente hasta situarse en 5.990 millones de dólares. No obstante, a fines de 2009 el volumen de las emisiones privadas volvió a alcanzar niveles anteriores a la crisis, con un volumen total de 22.210 millones de dólares, y en 2012 alcanzó un máximo histórico de 67.400 millones.

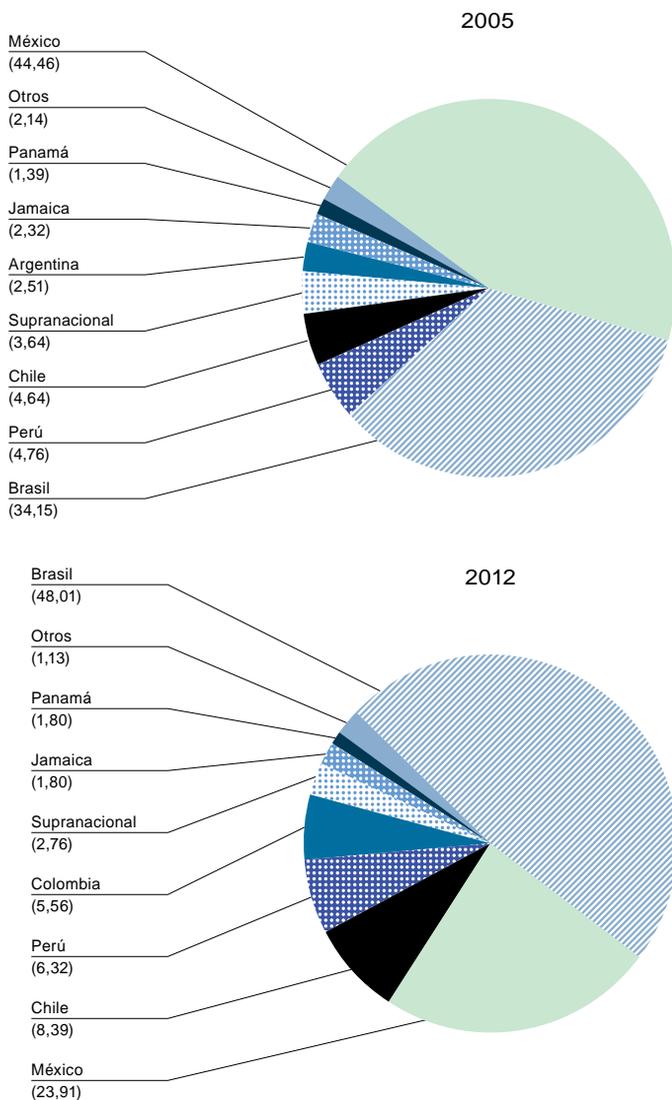
Gráfico IV.8
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: VOLUMEN ANUAL DE EMISIONES PRIVADAS
DE BONOS CORPORATIVOS EXTERNOS
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de LatinFinance, J.P. Morgan y Bank of America/Merrill Lynch.
Nota: Los volúmenes no incluyen a los emisores del sector público o cuasisoberano.

Los emisores corporativos brasileños han sido el motor principal del aumento de las emisiones de bonos corporativos. A lo largo de un período de siete años aumentaron su peso medio en el creciente volumen agregado de la región, pasando del 34% al 48% (véase el gráfico IV.9). Las empresas brasileñas (tanto privadas como estatales) vendieron en 2012 la cifra récord de 46.640 millones de dólares en bonos, un aumento del 534% si se compara con los 7.360 millones vendidos en 2005. La proporción de bonos corporativos en el total de las emisiones corporativas de la región alcanzó un máximo histórico en 2008, cuando los emisores corporativos del Brasil representaron el 62% del volumen regional (véase el cuadro IV.2). El aumento del porcentaje de las corporaciones brasileñas en el total de las emisiones corporativas de la región en los últimos años puede atribuirse a varios factores, entre otros, la estabilización económica, la mejora del marco regulatorio de los mercados de títulos, la creciente demanda de títulos de renta fija por parte de los inversores y la escasez de crédito bancario como fuente importante de financiamiento a largo plazo. Asimismo, puede explicarse por el hecho de que, en 2008 y 2009, las principales agencias de calificación crediticia ascendieron la deuda soberana del Brasil a la categoría de grado de inversión.

Gráfico IV.9
 AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: DESGLOSE DE LAS EMISIONES
 INTERNACIONALES DE BONOS CORPORATIVOS POR PAÍS
 (En porcentajes del total de las emisiones regionales
 de deuda corporativa en 2005 y 2012)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de LatinFinance, J.P. Morgan y Bank of America/Merrill Lynch.

Nota: Los volúmenes incluyen a los emisores privados, a los emisores del sector público o cuasisoberano y a los supranacionales.

Cuadro IV.2
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: DESGLOSE DE EMISIONES INTERNACIONALES
DE BONOS CORPORATIVOS POR PAÍS, 2005-2012
(En porcentajes)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Argentina	2,51	5,11	8,44	0,67	1,01	2,60	1,73	0,06
Barbados	0,93	0,59	0,00	0,00	1,01	0,27	0,00	0,00
Brasil	34,15	48,25	23,87	61,89	48,84	52,37	51,47	48,01
Chile	4,64	4,18	0,77	0,00	6,23	7,49	6,56	8,39
Colombia	0,00	1,66	5,44	0,00	5,50	0,88	6,16	5,56
Costa Rica	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,35	0,26
El Salvador	0,00	1,18	0,00	0,00	0,00	0,64	0,00	0,00
Guatemala	0,00	0,00	0,00	0,31	0,00	0,00	0,21	0,51
Honduras	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,03	0,00	0,00
Jamaica	2,32	2,68	4,33	0,00	1,68	1,53	0,41	1,80
México	44,46	24,43	28,74	25,81	27,19	28,47	25,17	23,91
Panamá	1,39	1,58	0,68	0,00	0,00	0,00	0,55	1,13
Paraguay	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,14	0,52
Perú	4,76	2,89	1,00	0,00	0,34	3,13	3,01	6,32
República Dominicana	0,74	1,48	1,87	0,00	0,00	0,41	0,00	0,77
Trinidad y Tabago	0,46	1,97	0,00	0,00	1,91	0,00	0,24	0,00
Uruguay	0,00	0,39	0,00	0,00	0,00	0,00	0,28	0,00
Venezuela (República Bolivariana de)	0,00	0,39	23,19	6,71	0,00	0,00	0,00	0,00
Supranacional	3,64	3,22	1,67	4,61	6,29	2,18	3,72	2,76

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de LatinFinance, J.P. Morgan y Bank of America/Merrill Lynch.

Nota: Los volúmenes incluyen a los emisores privados, a los emisores del sector público o cuasisoberano y a los supranacionales. Entre los emisores supranacionales están el Banco de Desarrollo de América Latina-CAF, el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE), el Banco de Desarrollo del Caribe y NII Holdings, Inc.

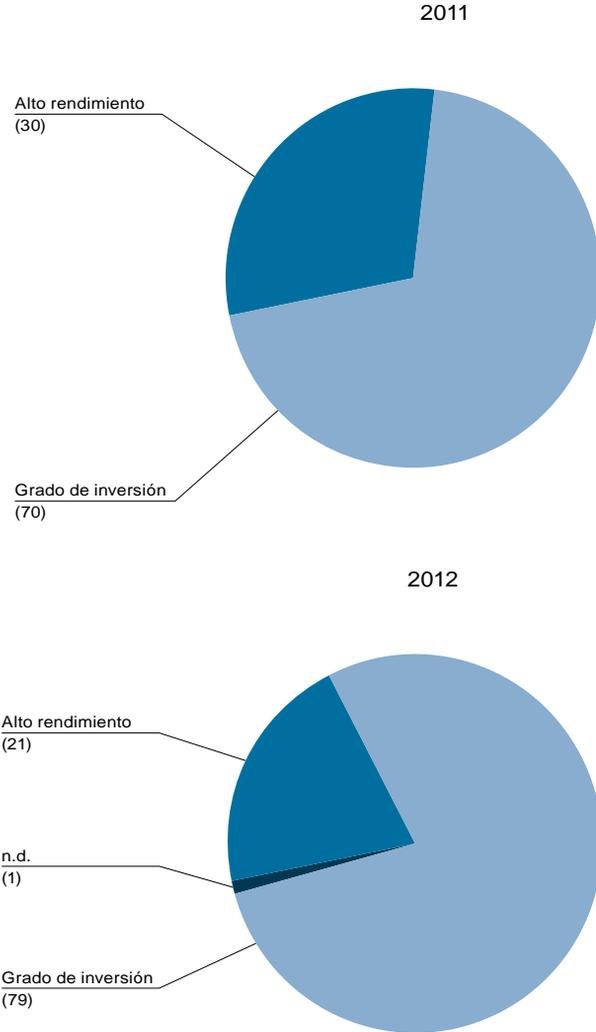
El porcentaje de México —casi el 45% del volumen de la región en 2005— descendió en 2012 hasta situarse en el 24%. Las empresas mexicanas (tanto privadas como estatales) vendieron bonos por un importe de 23.000 millones de dólares en 2012, lo que representó un aumento del 143% comparado con los 9.600 millones de dólares vendidos en 2005. Fueron varios los factores que contribuyeron a la disminución del porcentaje de las empresas mexicanas en el total de las emisiones corporativas en el período 2005-2012. La tasa de interés real de México era menos atractiva para los inversores extranjeros que la tasa brasileña, que era más alta. Además, dada su proximidad a la

economía de los Estados Unidos, la economía mexicana se vio fuertemente afectada por la crisis financiera de 2008-2009. La caída de las emisiones corporativas mexicanas como parte del total de 2005-2012 se debió tanto a la demanda como a la oferta. Sin embargo, la demanda de bonos corporativos por parte de los inversores repuntó en el segundo trimestre de 2009, cuando la economía del país comenzó a salir de su primera recesión en ocho años, y alcanzó un máximo en 2010. Por último, los prestatarios mexicanos parecen haber estado menos dispuestos a tomar deuda en dólares y asumir su correspondiente riesgo en ese período, con algunos emisores recurriendo a los mercados locales de capital y a vehículos financieros alternativos en moneda local en vez de tomar deuda en dólares.

Juntas, las emisiones corporativas del Brasil y México representaron el 72% del total de las emisiones corporativas de la región de América Latina y el Caribe en 2012. A Chile, Colombia, Jamaica, Panamá y el Perú correspondió el otro 23% del total. Los emisores corporativos de Chile aumentaron notablemente sus volúmenes en comparación con los anteriores a 2008, pasando de menos del 1% del total en 2007 al 8% en 2008. Las corporaciones colombianas también aumentaron sus emisiones, que pasaron de menos del 2% del total regional en 2006 al 6% en 2012. El porcentaje peruano de emisiones corporativas aumentó del 1% en 2007 al 6% en 2012 (véase el cuadro IV.2).

No solo las emisiones se han vuelto más diversificadas por país; la deuda corporativa de América Latina y el Caribe también ha desarrollado un conjunto de calificaciones y una base sectorial más amplios. Aunque los emisores corporativos con la categoría de grado de inversión siguen dominando la oferta anual, los instrumentos de alto rendimiento han aumentado notablemente su participación en el total de las emisiones. En 2011, el 30% del total de las emisiones corporativas regionales (incluidos los emisores privados, cuasisoberanos y supranacionales) fueron emisiones de alto rendimiento, y el 70% de ellas tenían la calificación de grado de inversión (véase el gráfico IV.10). Sin embargo, en 2012 el porcentaje de emisiones de alto rendimiento descendió hasta situarse en el 21%. Estas calificaciones son coherentes con la métrica de la deuda y del crédito soberanos, sobre todo con las del Brasil, Chile, Colombia, México y el Perú. Los bonos soberanos en moneda local y extranjera son la referencia para los emisores corporativos (no es común encontrar un emisor corporativo con una calificación más alta que la del prestatario soberano). Así pues, puede afirmarse que, en lo que atañe a las calificaciones, la deuda externa corporativa se encuentra en bueno estado.

Gráfico IV.10
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: DESGLOSE DE LAS EMISIONES INTERNACIONALES
DE BONOS CORPORATIVOS POR CALIFICACIÓN, 2011 Y 2012
(En porcentajes del total)

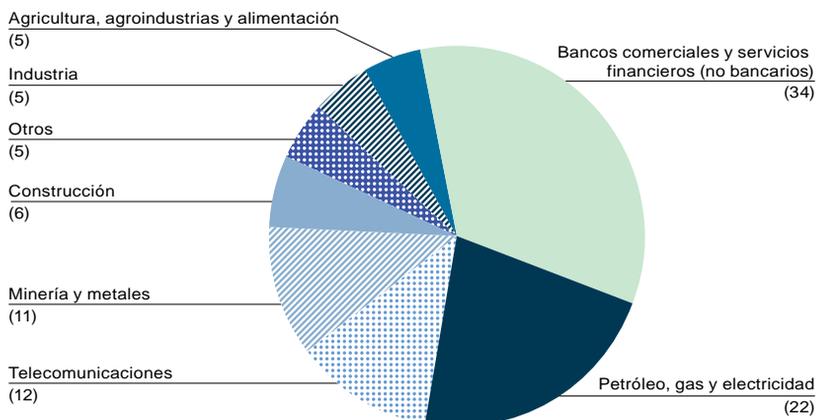


Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de LatinFinance, J.P. Morgan y Bank of America/Merrill Lynch.

Desde una perspectiva sectorial, en 2012 aproximadamente el 56% de las emisiones de deuda corporativa provino de dos sectores, a saber, el financiero y el energético. El sector financiero fue el motor principal del crecimiento de las emisiones corporativas en 2012, ya que representó el 34% del volumen total

(véase el gráfico IV.11). En las emisiones de este sector se incluyen los bancos y las empresas de servicios financieros. El sector energético —incluidos el petróleo, el gas y la electricidad— fue el segundo más relevante en lo que respecta al volumen agregado (22% de las emisiones totales). A estos dos sectores les siguieron las telecomunicaciones (12% del total), la minería y los metales (11%), la construcción (6%), la agricultura, las agroindustrias y la alimentación (5%) y los sectores industriales como la petroquímica, la pasta de papel y el papel (5%). En el 5% restante se incluyen el comercio minorista (2%), los transportes (1%), las infraestructuras (1%) y los servicios públicos (1%).

Gráfico IV.11
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: DESGLOSE DE LAS EMISIONES INTERNACIONALES
DE BONOS CORPORATIVOS POR SECTOR, 2012
(En porcentajes del total)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de LatinFinance, J.P. Morgan y Bank of America/Merrill Lynch.

C. Mejoran las condiciones de préstamo

Las condiciones de préstamo mejoraron en la década de 2000 en comparación con las de fines de la década de 1990. El vencimiento medio anual de la emisión de bonos externos (ponderado por la cantidad emitida en dólares estadounidenses) alcanzó un techo en 1997, y luego descendió a un ritmo sostenido hasta el final de la década. En la década de 2000, el vencimiento anual ponderado de la emisión de bonos externos mejoró de 2000 a 2006, cuando alcanzó un máximo. De 2005 a 2008 sobre todo, las empresas brasileñas y mexicanas emitieron bonos perpetuos en respuesta a la mejora de las condiciones de préstamo; y en 2012, después de un paréntesis, cuatro corporaciones brasileñas y el Banco do Brasil volvieron a emitir bonos perpetuos.

El vencimiento medio descendió después del máximo de 2006, en especial durante la crisis financiera mundial, pero empezó a mejorar otra vez en 2009 (véase el gráfico IV.12). En octubre de 2010, México emitió, en un acto sin precedentes, un bono a 100 años. El gobierno relanzó la serie en agosto de 2011, con el fin de mantener rendimientos bajos históricos después del repunte de las letras del Tesoro de los Estados Unidos que acompañó la busca de seguridad por parte de los inversores. Dicha medida elevó la cantidad total a 2.000 millones de dólares. Esta tendencia hacia vencimientos medios más largos contribuye a reducir la volatilidad potencial de los flujos de bonos.

Gráfico IV.12
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: VENCIMIENTO MEDIO ANUAL PONDERADO
DE LAS NUEVAS EMISIONES DE BONOS EXTERNOS
(En número de años ponderado por cantidad emitida en dólares)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de LatinFinance, J.P. Morgan y Bank of America/Merrill Lynch.
Nota: En los promedios anuales no se incluyen los bonos perpetuos.

Los costos del crédito, medidos por el comportamiento de los márgenes (diferenciales) de riesgo, siguieron un patrón similar. Los diferenciales registraron una tendencia a la baja desde 2002 hasta mayo de 2007, y aumentaron durante la crisis financiera mundial, pero desde entonces han disminuido. Al final de 2012 se encontraban cerca de los niveles que prevalecían antes de la crisis asiática de 1997. Sin embargo, aunque entre 2009 y 2012 los diferenciales fueron más bajos que durante la crisis financiera mundial, la volatilidad fue mayor que la registrada en el período 2002-2007. En el capítulo siguiente se analizan la evolución y el desempeño de los diferenciales de los bonos.

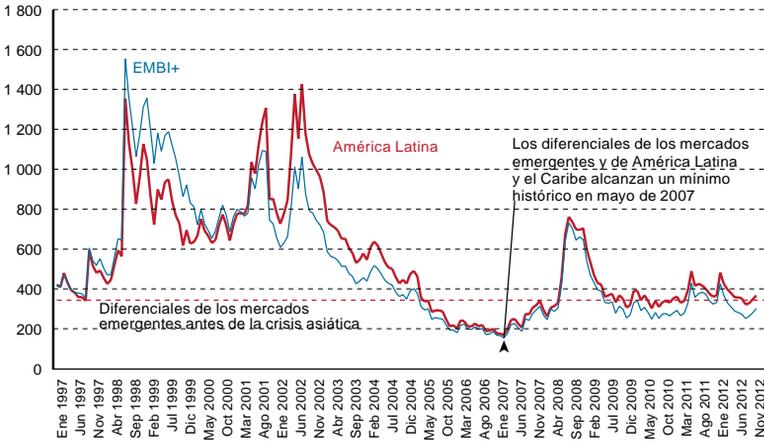
Capítulo V

La montaña rusa de los diferenciales de la deuda: evolución y comportamiento

Los diferenciales del rendimiento de los bonos de los mercados emergentes en relación con el rendimiento de las letras del Tesoro de los Estados Unidos suelen emplearse como indicador del riesgo país y pueden utilizarse para medir el acceso de un país a los mercados internacionales de capital. Los factores que influyen en los diferenciales de los bonos de las economías de los mercados emergentes han sido objeto de extensos debates. La mayoría de los analistas coinciden en que los fundamentos económicos influyen en el nivel de los diferenciales; por ejemplo, las mejoras de esos fundamentos deberían contribuir a rebajar el riesgo de los inversores y conducir a unos diferenciales más bajos. Al mismo tiempo, se cree también que hay factores externos, como el sentimiento de los inversores o las tasas de interés internacionales, que influyen en el comportamiento de los diferenciales de los bonos.

Los costos del endeudamiento para América Latina y el Caribe, medidos por el comportamiento de los diferenciales, mejoraron en la década de 2000 en comparación con la segunda mitad de la década de 1990. Los diferenciales de la deuda de América Latina siguieron una tendencia a la baja desde octubre de 2002 hasta mayo de 2007, cuando alcanzaron un mínimo histórico (véase el gráfico V.I). Un crecimiento más rápido, una inflación más baja y finanzas públicas más estrictas desempeñaron un papel importante en esta trayectoria, igual que el mayor apetito por el riesgo por parte los inversores, provocado por la abundante liquidez mundial. La compresión de los diferenciales también fue el resultado de la ampliación de la base inversora.

Gráfico V.1
EL EMBI+ DE J.P. MORGAN Y EL COMPONENTE LATINOAMERICANO
(En puntos básicos)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información del índice de bonos de mercados emergentes de J.P. Morgan (EMBI).

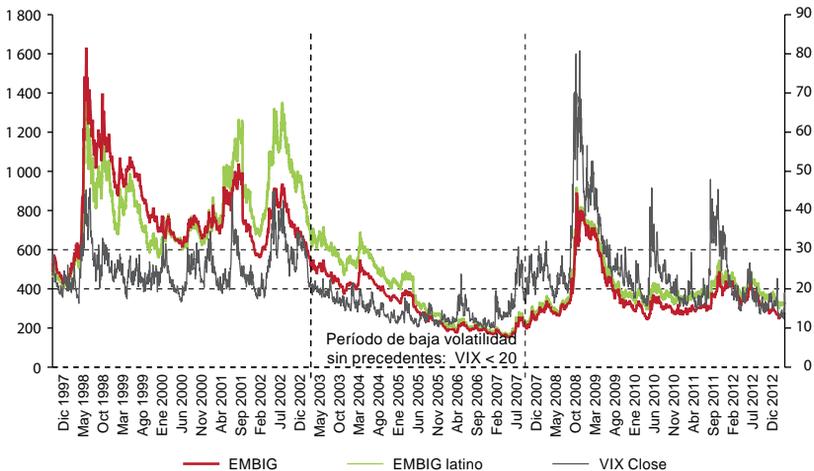
La clase de inversores más amplia, en la que figuran nuevos compradores como los bancos centrales asiáticos y los fondos de pensiones de los Estados Unidos, cambió la naturaleza del compromiso entre compradores y emisores. En el pasado, los mercados latinoamericanos solo recibían flujos de capital a corto plazo, pero en la década de 2000 los compradores estuvieron dispuestos a comprometerse a más largo plazo, haciendo que los programas para la gestión de pasivos fuesen más viables. Durante esos años de compresión de los diferenciales, los gobiernos lanzaron una variedad de operaciones de gestión de la deuda, como el desapalancamiento, la ampliación de los vencimientos, la retirada de deuda cara, el paso de divisa fuerte a moneda local, y el aumento de la proporción de la deuda de renta fija.

Tras alcanzar un mínimo histórico en mayo de 2007, los diferenciales de la deuda de América Latina y el Caribe reflejaron la mayor volatilidad del contexto externo, aumentando de un modo considerable durante la crisis económica y financiera mundial de 2008-2009 tras la quiebra de Lehman Brothers, y volviendo a disminuir tras alcanzar un máximo en noviembre de 2008. Se produjeron bruscos aumentos de la volatilidad entre mayo y junio de 2010 y durante el segundo semestre de 2011, cuando en los mercados financieros se reflejaron los riesgos de una notable contracción económica como consecuencia de la crisis fiscal en la zona del euro. Desde 2003 hasta 2007, la volatilidad fue extraordinariamente baja, pero aumentó después la crisis financiera mundial de 2008-2009, incluso más que durante la segunda mitad de la década de 1990 (véase el gráfico V.2).

Durante la crisis de 2008-2009, las primas de riesgo de la región aumentaron menos que en otros episodios críticos, por ejemplo, las crisis de la Federación de Rusia y de la Argentina, un dato que refleja la mejora de las políticas macroeconómicas y de los fundamentos económicos de la región. Aunque al final de 2012 los diferenciales de la deuda no habían vuelto a los mínimos históricos de 2007, se acercaron a los bajos niveles anteriores a la crisis asiática de mediados de la década de 1990.

En los últimos años, los diferenciales del EMBIG han seguido de cerca el índice de volatilidad de la Bolsa de opciones de Chicago (VIX), un indicador del apetito por el riesgo de los inversores internacionales, tal como se muestra en el gráfico V.2. Las condiciones financieras mundiales, como la disponibilidad de liquidez a nivel internacional y el apetito por el riesgo de los inversores, han tenido un impacto importante en los costos del crédito para los mercados emergentes.

Gráfico V.2
EL EMBIG DE J.P. MORGAN^a Y EL ÍNDICE DE VOLATILIDAD CBOE
(Izquierda: puntos básicos; derecha: cierre del VIX)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información del Índice de bonos de mercados emergentes de J.P. Morgan (EMBI) y de la Bolsa de Opciones de Chicago (CBOE) [en línea] www.cboe.com/micro/vix/historical.aspx.

Nota: El índice de volatilidad (VIX) de la Bolsa de Opciones de Chicago (CBOE) es una medida clave de las expectativas del mercado en relación con la volatilidad a corto plazo y un barómetro del sentimiento de los inversores (transmitido por precios de las opciones del índice bursátil S&P 500). Los valores superiores a 30 suelen asociarse a una alta volatilidad, mientras que los valores por debajo de 20 suelen corresponder a épocas menos estresantes, e incluso complacientes, de los mercados.

^a El índice de referencia EMBI Global de J.P. Morgan (EMBIG) incluye a Chile y el Uruguay además de los países de América Latina y el Caribe incluidos en el EMBI+. El EMBIG amplía la composición del EMBI+ empleando un proceso distinto para la selección de países y otro para la selección de los instrumentos. El EMBI Global define a los países de los mercados emergentes sobre la base de la definición del Banco Mundial de los ingresos per cápita y la historia de la reestructuración de la deuda de cada país. Estos criterios permiten que el EMBI Global incluya varios países mejor calificados, a los que, no obstante, los inversores internacionales han considerado parte del universo de los mercados emergentes.

A. De alturas vertiginosas a mínimos históricos: las fuerzas que mueven la evolución de los diferenciales

La mayor parte de los análisis coinciden en que, en las economías de los mercados emergentes, los fundamentos tienen cierto impacto sobre los diferenciales de los bonos. Min (1998) recalca la importancia de los fundamentos económicos en la determinación de los diferenciales de los bonos. En su opinión, fundamentos macroeconómicos fuertes, tasas de inflación interna bajas, mejores términos de intercambio y el aumento de los activos externos (medido por el saldo acumulado de la cuenta corriente, los términos de intercambio y el tipo de cambio real), están vinculados a diferenciales de rendimiento más bajos. En concreto, en América Latina la volatilidad de los diferenciales está muy correlacionada con la tasa de inflación nacional, la relación de la deuda con el PIB y la relación de las reservas internacionales respecto del PIB.

Kamin y Von Kleist (1999) analizan los diferenciales iniciales (*launch spreads*) de 304 bonos emitidos en la década de 1990, tomados de Euromoney's Bondware, y concluyen que los márgenes de riesgo de los instrumentos de mercados emergentes tienen relaciones fuertes y bien definidas con la calificación crediticia, el vencimiento y la moneda de la denominación. En el análisis de estos autores, las calificaciones crediticias de los bonos soberanos están basadas en la adhesión de un país a los fundamentos financieros. En la década de 1990, los bonos con una alta calificación de países que tenían mejores perspectivas financieras fueron recompensados con márgenes de riesgo más bajos que los de los bonos de baja calificación de países menos estrictos en lo que respecta a su adhesión a los fundamentos. Sin embargo, los autores reconocen que los inversores exigieron diferenciales más altos de los prestatarios de América Latina y Europa oriental que de los prestatarios de Asia y Oriente Medio. Aunque no explican el motivo de esa discrepancia, es probable que el sentimiento de mercado desempeñara un papel en la determinación del nivel de los diferenciales.

Teniendo en cuenta tanto las decisiones de los deudores y suscriptores de la deuda en relación con las emisiones como la decisión de precios por parte de los inversores, Eichengreen y Mody (2000) analizan los datos relativos a 1.000 bonos de países en desarrollo emitidos entre 1991 y 1996. Los resultados obtenidos sugieren que la observancia de los fundamentos económicos hace más probables la emisión de bonos y unos diferenciales inicialmente más bajos. No obstante, los autores opinan que los cambios de los fundamentos explican solo parcialmente la compresión de los diferenciales previa a la crisis mexicana de 1994.

Ades y otros (2000), a fin de evaluar si los diferenciales estaban en el valor justo de mercado (valor razonable), desarrollaron el modelo de márgenes de riesgo soberano de equilibrio de Goldman Sachs (*Goldman Sachs Equilibrium*

Sovereign Spread (GS-ESS)). El diferencial con valor razonable es una función de la probabilidad de incumplimiento de las obligaciones externas, y esa probabilidad es una función de variables relacionadas con la solvencia del país, la liquidez y el historial del servicio de la deuda, así como de la situación financiera mundial. El marco de evaluación se basa en un modelo teórico que considera que las economías de los mercados emergentes son pequeños prestatarios en mercados internacionales de capital imperfectos. Para producir las estimaciones del GS-ESS se recopilaron datos mensuales, desde 1996 en adelante, para 15 economías de mercados emergentes, y se eligió un bono de referencia para cada país, por lo general con un vencimiento de 10 a 20 años. Los resultados del modelo, robustos ante varias pruebas diagnósticas y estadísticas, indican que, con excepción de México, todos los países latinoamericanos de la muestra estaban infravalorados en el momento en que se redactó el estudio (octubre de 2000), con precios por debajo, y con diferenciales por encima, del nivel de equilibrio a largo plazo. De ello se desprendería que otros factores debían de haber influido en la determinación de los márgenes de riesgo en los mercados emergentes, lo que podría explicar la volatilidad de los flujos de bonos en la década de 1990.

En algunos estudios se afirma que los factores externos son los determinantes principales de los diferenciales de los bonos y se intenta medir el sentimiento de mercado identificando los factores externos que afectan a los diferenciales, como el nivel de las tasas de interés en los principales países desarrollados en cuanto medida de la liquidez de los mercados de bonos globales, las medidas de la volatilidad del mercado bursátil como representante de la avidez de riesgo o de aversión al riesgo, y los precios de los productos básicos, que afectan a los diferenciales y a las economías de los mercados emergentes en general. Al hacerlo, estos estudios comparan los efectos relativos de los factores internos (fundamentos) con los de los factores externos.

Cline y Barnes (1997) sugieren que fue un superávit de capital a escala mundial lo que condujo a la disminución de los diferenciales de los bonos antes de la crisis asiática. Según estos autores, los diferenciales de los mercados emergentes cayeron sistemáticamente desde 1995 hasta mediados de 1997 en más de lo que puede explicarse alegando una mejora de los fundamentos económicos de los países prestatarios. Además, opinan que los diferenciales eran demasiado bajos para ser sostenibles y que la crisis fue una corrección. Asimismo, Eichengreen y Mody (2000) sugieren que las tasas de interés mundiales también afectan a los diferenciales de los bonos de los mercados emergentes, y en su estudio demuestran que la lenta compresión de los diferenciales antes de las crisis mexicana y asiática tuvo su origen en las liberales condiciones del crédito que imperaban en los principales centros monetarios del mundo. En cambio, Kamin y Von Kleist (1999) no encuentran relación alguna entre las tasas de interés de los países industrializados y los diferenciales de los bonos de los mercados emergentes, mientras que Min (1998) también sostiene que las conmociones externas,

como los precios del petróleo y la tasa de interés internacional, no tienen ninguna importancia a la hora de determinar los diferenciales de los bonos.

Maier y Vasishtha (2008) brindan dos visiones sobre la disminución de los diferenciales de los bonos de los mercados emergentes en la década de 2000. En primer lugar, dicha disminución fue el resultado de reformas estructurales y de la mejora de las políticas económicas y los fundamentos económicos de esos mercados. En segundo lugar, y considerando que los diferenciales de riesgo cayeron para todas las clases de activos, factores económicos y condiciones financieras favorables a escala mundial explican gran parte de la mejora de los diferenciales. Empleando el análisis de factores para estudiar la medida en que los diferenciales de los bonos de los mercados emergentes reaccionaron a los factores internacionales y no a los fundamentos económicos propios de cada país, los autores concluyen que la mejora de las políticas macroeconómicas, incluidas una inflación y una deuda más bajas, fue el factor más importante en la reducción de los diferenciales después de 2002. Por su parte, Fostel y Kaminsky (2007), que examinan el acceso de América Latina a los mercados internacionales de capital desde 1980 hasta 2005, concluyen que los fundamentos sólidos son importantes, pero que la proliferación de préstamos internacionales a América Latina que comenzó en 2003 tuvo como motores principales el espectacular aumento de la liquidez mundial y el consecuente cambio en el comportamiento de riesgo de los inversores.

Aunque los fundamentos macroeconómicos propios de un país desempeñan un papel importante en la determinación de los diferenciales, las condiciones mundiales también influyen. Que sean los factores internos o externos los que más influyan en los diferenciales es algo que depende, en general, del período en cuestión. En el apartado siguiente nos centraremos en las fuerzas motrices externas de los diferenciales de los bonos y examinaremos empíricamente si el sentimiento de mercado fue un factor importante en la determinación de los márgenes de riesgo de los bonos de América Latina y el Caribe en las décadas de 1990 y 2000.

B. El sentimiento de mercado y el comportamiento de los diferenciales de los bonos

Con vistas a valorar si el sentimiento de mercado fue importante en la determinación de los diferenciales de los bonos de América Latina durante las décadas de 1990 y 2000, calculamos la elasticidad del componente latino del EMBI+ de J.P. Morgan en relación con su componente no latino, utilizando para ello datos mensuales desde diciembre de 1996 hasta diciembre de 2012. El período abarca la crisis asiática, la cesación de pagos por parte de la Federación de Rusia, la devaluación del Brasil, la crisis de la deuda argentina, el *boom* de 2003-2008 y la crisis financiera mundial de 2008-2009. Una elasticidad superior

a cero implicaría que el costo del préstamo en los mercados latinoamericanos se correlaciona con el costo en los países no latinoamericanos, independientemente de que los fundamentos de América Latina justificaran o no algún cambio. Es interesante señalar que, para el período en su conjunto, encontramos una elasticidad importante de 0,56 (véase el cuadro V.1). En consecuencia, un aumento del 1,0% en los diferenciales de países no latinoamericanos en ese período significó un incremento aproximado del 0,5% en los diferenciales latinoamericanos. Así, parte del cambio que registraron los diferenciales latinoamericanos lo explican acontecimientos que tuvieron lugar en otros mercados emergentes, que pudieron influir en la percepción que los inversores tuvieron del riesgo en América Latina.

Cuadro V.1
COEFICIENTES DE ELASTICIDAD DE LOS COMPONENTES LATINO
CONTRA NO LATINO DEL EMBI+

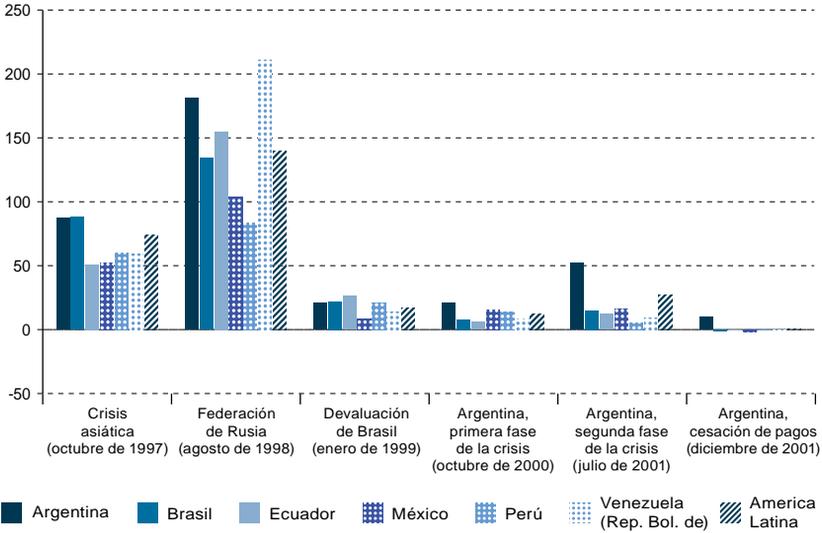
	Coefficiente de elasticidad	Estadístico de prueba t
1997-2012	0,56	18,96
*1997-2002	0,28	4,10
Primera mitad:1997-1999	0,54	16,80
Segunda mitad: 2000-2002	-0,35	-3,44
*2003-2008	1,24	19,70
Primera mitad: 2003-2005	1,41	27,69
Segunda mitad: 2006-2008	0,89	29,85
*2009-2012	0,63	21,35

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información mensual del diferencial del Índice de bonos de mercados emergentes de J.P. Morgan (EMBI+).

Sin embargo, la elasticidad no se mantuvo invariable a lo largo de todo el período. Durante las crisis financieras de fines de la década de 1990 (de 1997 a 2002), la elasticidad del componente latino del EMBI+ de J.P. Morgan respecto de su componente no latino es menor: 0,28. Si dividimos ese período en dos, la elasticidad es de 0,54 en la primera mitad (1997-1999) y negativa en la segunda mitad (2000-2002). El contagio, cabe añadir, fue más alto en la primera mitad que en la segunda. La crisis asiática de 1997 y la crisis rusa de 1998 fueron muy contagiosas y afectaron a varios países; en cambio, la crisis argentina de 2001 tuvo un impacto menor sobre el resto de la región y otros mercados emergentes que las crisis asiática y rusa (excepto en lo que atañe al país vecino, el Uruguay, donde sí tuvo un impacto considerable). La crisis argentina fue previsible, mientras que las anteriores crisis de mercados emergentes tuvieron un elemento sorpresa y provocaron que los mercados financieros reaccionaran con fuerza a unos hechos que no pudieron anticipar.

Didier, Mauro y Schukler (2006) sostienen que la anticipación de los inversores a la crisis argentina podría explicar la falta de contagio en comparación con las crisis asiática y rusa. Más de dos años antes de la crisis, los fondos mutuos comenzaron a reducir su exposición a la Argentina. Cuando, en diciembre de 2001, se produjo la cesación de pagos, el impacto sobre los diferenciales de otros países de la región fue amortiguado (véase el gráfico V.3); en cambio, los fondos mutuos no parecieron reducir su exposición antes de las otras crisis.

Gráfico V.3
 AUMENTO DE LOS MÁRGENES DE RIESGO EN RESPUESTA
 A LAS CRISIS FINANCIERAS
 (En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información mensual del diferencial del índice de bonos de mercados emergentes de J.P. Morgan (EMBI+).

La elasticidad aumentó a 1,24 durante el *boom* de los precios de los productos básicos (2003-2008), y este dato parece sugerir que durante ese período las condiciones mundiales sí desempeñaron un papel en la reducción de los diferenciales de los bonos de los mercados emergentes. Como hemos señalado anteriormente, los diferenciales de riesgo también disminuyeron en todas las demás clases de activos. Es probable que la cantidad de liquidez mundial disponible en ese momento influyera en la reducción de los diferenciales de deuda de la región, independientemente de la mejoras de las variables macroeconómicas de cada país. Una vez más, el coeficiente de elasticidad fue más alto en la primera mitad del período (2003-2005), cuando fue de 1,41, que en la segunda mitad (2006-2008), cuando fue de 0,89, pero se mantuvo muy alto a lo largo de todo el período.

Por último, la elasticidad descendió a 0,63 de 2009 a 2012, un período que abarca la crisis financiera mundial y la recuperación posterior. El costo del préstamo en los mercados latinoamericanos siguió estando correlacionado con el costo del préstamo en los países no latinoamericanos, y eso significa que los acontecimientos que se producen en otros mercados emergentes siguen influyendo en el nivel de los diferenciales de América Latina y el Caribe.

A fin de valorar el efecto de los cambios *dentro de la región* en cada país, calculamos el coeficiente de elasticidad de los distintos diferenciales de cada país en relación con el diferencial para el grupo de los países latinoamericanos como un todo (con el país en cuestión excluido del total); los resultados se muestran en el cuadro V.2. Los diferenciales para todos los países latinoamericanos de la muestra (individualmente) fueron sensibles a los cambios registrados dentro de la región en el período analizado (diciembre de 1997 a diciembre de 2012). Desde el punto de vista estadístico, los coeficientes son importantes, pero estadísticos de prueba t muy altos sugieren que los puntos de referencia podrían estar correlacionados en serie, es decir, que los diferenciales de cada país individualmente pueden estar correlacionados con el diferencial regional.

Cuadro V.2
COEFICIENTES DE ELASTICIDAD POR PAÍS RESPECTO DEL TOTAL REGIONAL

País	Coefficiente de elasticidad	Estadístico de prueba t
Argentina	0,48	3,81
Brasil	1,08	20,42
Colombia	1,00	24,75
Ecuador	0,74	15,53
México	0,89	37,54
Panamá	0,71	29,89
Perú	1,00	34,88
Venezuela (República Bolivariana de)	0,50	8,47

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información mensual del diferencial del Índice de bonos de mercados emergentes de J.P. Morgan (EMBI+).

También consideramos los coeficientes de correlación entre los diferenciales de los países latinoamericanos de la muestra, primero para el período que va de diciembre de 1997 a diciembre de 2012 y luego para el período comprendido entre mayo de 1999 y diciembre de 2012, con vistas a incluir Colombia. Nuestros resultados indican que, aunque los mercados tuvieron cierta capacidad para diferenciar entre países latinoamericanos sobre la base de las políticas y los fundamentos a lo largo del período, también los percibieron como un grupo a la hora de asignar el riesgo. Esta práctica favoreció la volatilidad del mercado, e indica que el sentimiento de mercado fue un componente importante en la determinación de los diferenciales (véanse los cuadros V.3 y V.4).

Cuadro V.3
COEFICIENTES DE CORRELACIÓN, DICIEMBRE DE 1997 A DICIEMBRE DE 2012

	Argentina	Brasil	Ecuador	México	Panamá	Perú	Venezuela (República Bolivariana de)	EMBI+	EMBI+ América Latina
Argentina	1,00								
Brasil	0,59	1,00							
Ecuador	-0,03	0,40	1,00						
México	0,13	0,70	0,76	1,00					
Panamá	0,45	0,81	0,68	0,88	1,00				
Perú	0,39	0,88	0,56	0,85	0,93	1,00			
Venezuela (República Bolivariana de)	0,14	0,30	0,52	0,49	0,40	0,40	1,00		
EMBI+	0,31	0,83	0,68	0,95	0,91	0,93	0,47	1,00	
EMBI+ América Latina	0,56	0,93	0,52	0,80	0,88	0,92	0,52	0,92	1,00

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información mensual del diferencial del Índice de bonos de mercados emergentes de J.P. Morgan (EMBI+).

Cuadro V.4
COEFICIENTES DE CORRELACIÓN, MAYO DE 1999 A DICIEMBRE DE 2012

	Argentina	Brasil	Colombia	Ecuador	México	Panamá	Perú	Venezuela (República Bolivariana de)	EMBI+	EMBI+ América Latina
Argentina	1,00									
Brasil	0,59	1,00								
Colombia	0,48	0,89	1,00							
Ecuador	-0,03	0,40	0,55	1,00						
México	0,13	0,70	0,82	0,76	1,00					
Panamá	0,45	0,81	0,94	0,68	0,88	1,00				
Perú	0,39	0,88	0,95	0,56	0,85	0,93	1,00			
Venezuela (República Bolivariana de)	0,14	0,30	0,33	0,52	0,49	0,40	0,40	1,00		
EMBI+	0,31	0,83	0,88	0,68	0,95	0,91	0,93	0,47	1,00	
EMBI+ América Latina	0,56	0,93	0,89	0,52	0,80	0,88	0,92	0,52	0,92	1,00

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información mensual del diferencial del Índice de bonos de mercados emergentes de J.P. Morgan (EMBI+).

Así pues, los factores externos desempeñan un papel importante a la hora de determinar el comportamiento de los márgenes de riesgo de los mercados emergentes. Rozada y Yeyati (2006) señalan que una fracción considerable de la variabilidad de los diferenciales de los bonos de los mercados

emergentes se explica por la evolución de factores externos —exógenos—, como el apetito por el riesgo (tal como se refleja en el margen de riesgo de los bonos corporativos de alto rendimiento de los mercados desarrollados), la liquidez mundial (medida por las tasas de interés internacionales) y el contagio (de hechos sistémicos como la cesación de pagos por parte de la Federación de Rusia). Hartelius, Kashiwase y Kodres (2008) distinguen empíricamente entre fundamentos económicos mejorados y la amplia liquidez mundial en la determinación de los diferenciales de los mercados emergentes, y concluyen que, aunque los fundamentos, tal como se insertan en las calificaciones crediticias, son muy importantes, las expectativas en relación con las futuras tasas de interés de los Estados Unidos y la volatilidad de dichas expectativas también son un determinante clave de los diferenciales de los mercados emergentes. En los siguientes apartados examinaremos los efectos de los cambios de las tasas de interés de los Estados Unidos sobre los diferenciales de los bonos de los mercados emergentes, y el comportamiento de los diferenciales de los bonos corporativos de alto rendimiento de los Estados Unidos comparado con el de los diferenciales de América Latina y el Caribe a fin de determinar si el patrón de comportamiento es similar.

C. Las tasas de interés de los Estados Unidos y los diferenciales de la deuda de América Latina y el Caribe

La relación entre los movimientos de los mercados maduros y de los mercados emergentes puede ser a veces más débil y otras más fuerte, y ese vínculo se establece a través de determinados canales. Un canal natural es el efecto de las tasas de interés de los mercados maduros sobre los diferenciales de los mercados emergentes. Calvo, Leiderman y Reinhart (1993) hacen hincapié en la importancia de las tasas de interés de los Estados Unidos como motores del ciclo de flujos de capitales internacionales, y demuestran que el aumento repentino de las entradas de capital a principios de la década de 1990 estuvo estrechamente vinculado a una combinación de tres factores, a saber: unas tasas de interés de los Estados Unidos más bajas, una rentabilidad más baja de la Bolsa y el mercado inmobiliario, y una disminución de la actividad económica.

Según Fernández-Arias (1995), las tasas de interés internacionales tienen un efecto directo sobre el costo del capital en una economía financieramente integrada y, a la vez, un impacto indirecto en la solvencia de los países, que, en consecuencia, afecta a los márgenes de riesgo y al costo del capital. Este canal de transmisión indirecto se debe a que la capacidad de un país para pagar depende del valor actual de sus futuros recursos, que aumenta a medida que disminuye la tasa de descuento. En los países con márgenes de riesgo altos, ese efecto indirecto puede ser considerable y prevalecer sobre el efecto directo. La información

presentada en los trabajos de Fernández-Arias (1995) y Frankel y Roubini (2000) sugiere que las tasas de interés internacionales influyen efectivamente en el riesgo país y la solvencia de muchos mercados emergentes, de modo tal que el ciclo de las tasas de interés de los países industrializados se amplifica.

En teoría, un aumento de las tasas de interés de los Estados Unidos conduciría a un aumento de los márgenes de los bonos de los mercados emergentes a través de su impacto en la capacidad de pago de los países deudores. Un aumento de las tasas de interés de los Estados Unidos también podría reducir la avidez de riesgo de los inversores, y ello provocaría una disminución de su exposición a los mercados de riesgo y de la disponibilidad de recursos financieros en los países prestatarios (Kamin y Von Kleist, 1999). A la inversa, la caída de las tasas de interés de los Estados Unidos aliviaría los pagos del servicio de la deuda, disminuyendo así la probabilidad de incumplimiento y, por consiguiente, reduciendo los márgenes en los mercados emergentes. Otra razón que explicaría la relación positiva entre una caída de las tasas de interés de los Estados Unidos y la disminución de los diferenciales de los mercados emergentes es que los inversores, al tratar de mejorar la rentabilidad total de sus carteras, optan por invertir en títulos de deuda de los mercados emergentes cada vez que disminuyen las tasas de rendimiento de los mercados maduros.

Como puede verse en el cuadro V.5, la evidencia empírica sobre los efectos de la política monetaria de los Estados Unidos en los márgenes de los mercados emergentes es menos concluyente. Entre marzo de 1996 y diciembre de 2012, encontramos, como cabía esperar, una correlación estadísticamente significativa (con un nivel de confianza del 95%) positiva de 0,26 entre el rendimiento del bono del Tesoro de los Estados Unidos a 10 años y el componente latino del EMBI+. La correlación entre los márgenes de los bonos de América Latina y la tasa de referencia de los fondos federales estadounidenses en ese mismo período también fue positiva y estadísticamente importante, aunque más débil (0,08)¹.

¹ En gran parte de la bibliografía existente se ha utilizado el rendimiento de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos como indicador de la política monetaria de ese país. El rendimiento del bono del Tesoro de los Estados Unidos a diez años se utiliza como referencia aproximada para el EMBI+ de J.P. Morgan. Sin embargo, hay ocasiones en que los impactos en el rendimiento de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos no son necesariamente el resultado de cambios en la política monetaria del país. Por ejemplo, en el cuadro V.4 puede verse que la correlación entre el rendimiento de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos a diez años y la tasa de referencia de los fondos federales estadounidense no siempre fue muy marcada en la segunda mitad de la década de 1990. Del mismo modo, durante la crisis asiática, los rendimientos de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos a corto plazo registraron profundas fluctuaciones, incluso en ausencia de cambios en la política monetaria del país. La tasa de referencia de los fondos federales estadounidense parece ser una medida más directa de la posición de ese país en materia de política monetaria, y por ese motivo utilizamos ambas medidas —el rendimiento de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos a diez años y la tasa de referencia de los fondos federales estadounidenses— para calcular las correlaciones con los diferenciales de los bonos de los mercados emergentes.

Cuadro V.5
CORRELACIONES ENTRE LAS TASAS DE INTERÉS DE LOS ESTADOS UNIDOS
Y EL COMPONENTE LATINO DEL EMBI+

Todo el período: marzo de 1996 - diciembre de 2012

	Tasa de referencia de la Reserva Federal (efectiva) (en porcentajes)	Bonos de los Estados Unidos a 10 años	Diferenciales del EMBIPLUS_LAT (en porcentajes)
Tasa de referencia de la Reserva Federal (efectiva) (en porcentajes)	1		
Bonos de los Estados Unidos a 10 años	0,84	1	
Diferenciales del EMBIPLUS_LAT (en porcentajes)	0,08	0,26	1

Política monetaria más expansiva: junio de 1998 - enero de 1999

	Tasa de referencia de la Reserva Federal (efectiva) (en porcentajes)	Bonos de los Estados Unidos a 10 años	Diferenciales del EMBIPLUS_LAT (en porcentajes)
Tasa de referencia de la Reserva Federal (efectiva) (en porcentajes)	1		
Bonos de los Estados Unidos a 10 años	0,76	1	
Diferenciales del EMBIPLUS_LAT (en porcentajes)	-0,19	-0,43	1

RestRICTIVA: mayo de 1999 - junio de 2000

	Tasa de referencia de la Reserva Federal (efectiva) (en porcentajes)	Bonos de los Estados Unidos a 10 años	Diferenciales del EMBIPLUS_LAT (en porcentajes)
Tasa de referencia de la Reserva Federal (efectiva) (en porcentajes)	1		
Bonos de los Estados Unidos a 10 años	0,54	1	
Diferenciales del EMBIPLUS_LAT (en porcentajes)	-0,64	-0,71	1

Expansiva: noviembre de 2000 - julio de 2003

	Tasa de referencia de la Reserva Federal (efectiva) (en porcentajes)	Bonos de los Estados Unidos a 10 años	Diferenciales del EMBIPLUS_LAT (en porcentajes)
Tasa de referencia de la Reserva Federal (efectiva) (en porcentajes)	1		
Bonos de los Estados Unidos a 10 años	0,67	1	
Diferenciales del EMBIPLUS_LAT (en porcentajes)	-0,34	-0,25	1

RestRICTIVA: junio de 2004 - julio de 2006

	Tasa de referencia de la Reserva Federal (efectiva) (en porcentajes)	Bonos de los Estados Unidos a 10 años	Diferenciales del EMBIPLUS_LAT (en porcentajes)
Tasa de referencia de la Reserva Federal (efectiva) (en porcentajes)	1		
Bonos de los Estados Unidos a 10 años	0,63	1	
Diferenciales del EMBIPLUS_LAT (en porcentajes)	-0,96	-0,51	1

Cuadro V.5 (conclusión)

Expansiva: septiembre de 2007 - diciembre de 2008

	Tasa de referencia de la Reserva Federal (efectiva) (en porcentajes)	Bonos de los Estados Unidos a 10 años	Diferenciales del EMBIPLUS_LAT (en porcentajes)
Tasa de referencia de la Reserva Federal (efectiva) (en porcentajes)	1		
Bonos de los Estados Unidos a 10 años	0,73	1	
Diferenciales del EMBIPLUS_LAT (en porcentajes)	-0,81	-0,71	1

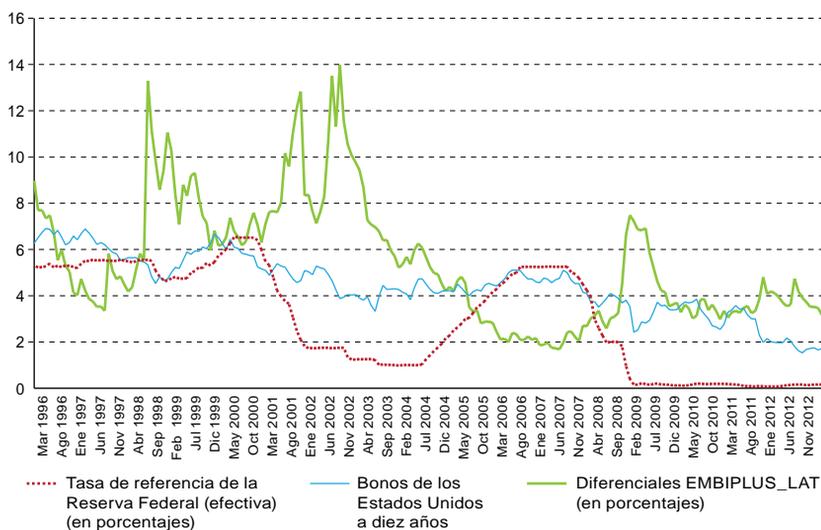
Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información mensual de la Reserva Federal de los Estados Unidos y del diferencial del Índice de bonos de mercados emergentes de J.P. Morgan (EMBI+).

No obstante, si aislamos los períodos de cambios en la política monetaria de los Estados Unidos durante la segunda mitad de la década de 1990 y la década de 2000, la correlación entre las tasas de interés de los Estados Unidos y los diferenciales de América Latina resultan negativos. Durante el último ciclo restrictivo de la Reserva Federal de los Estados Unidos (junio 2004-julio 2006), los márgenes de la deuda externa de América Latina tuvieron una correlación negativa respecto del aumento de la tasa de referencia de los fondos federales estadounidenses (véase el gráfico V.4). La correlación negativa entre los márgenes mensuales del EMBI+ latino y la tasa de referencia fue alta (-0,96) y estadísticamente significativa al nivel de confianza del 95%. Los diferenciales de la deuda externa de América Latina también tuvieron una correlación negativa con el rendimiento del bono del Tesoro de los Estados Unidos a diez años, siendo el coeficiente de correlación negativa de -0,51. Aunque en teoría se esperaba que los diferenciales de América Latina se movieran en la misma dirección que las tasas de interés de los Estados Unidos, los importantes superávits de la cuenta corriente, junto con una actitud fiscal más prudente en la mayoría de los países de la región en los años anteriores, aumentaron la resistencia de la región a los cambios repentinos del entorno externo y de las tasas de interés mundiales.

Entre septiembre de 2007 y diciembre de 2008, es decir, durante el ciclo de política monetaria más expansiva de la Reserva Federal, la correlación entre las tasas de interés de los Estados Unidos y los diferenciales de América Latina también fue negativa. De septiembre de 2007 a diciembre de 2008, la correlación negativa entre los diferenciales mensuales del EMBI+ latino y la tasa de interés mensual de los fondos federales estadounidenses fue alta (-0,81), y estadísticamente significativa al nivel de confianza del 95%. Los diferenciales de la deuda externa de América Latina también presentaron una correlación negativa respecto de las disminuciones del rendimiento del bono del Tesoro de los Estados Unidos a diez años (con un coeficiente de correlación negativa de -0,71). Ese fue un período agitado en los mercados financieros mundiales, con altos niveles de volatilidad e incertidumbre, y por ese motivo los márgenes de riesgo se dispararon. Las tasas de interés de los Estados Unidos cayeron

en respuesta a la crisis financiera mundial en un intento de estimular la economía del país, pero dado que la aversión al riesgo seguía aumentando, en los mercados emergentes y en América Latina y el Caribe se verificó una ampliación de los diferenciales de deuda (véase el gráfico V.4).

Gráfico V.4
DIFERENCIALES DEL EMBI+ LATINO DE J.P. MORGAN
Y LAS TASAS DE INTERÉS DE LOS ESTADOS UNIDOS
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información mensual de la Reserva Federal de los Estados Unidos y del diferencial del Índice de bonos de mercados emergentes de J.P. Morgan (EMBI+).

Aunque las tasas de interés de los Estados Unidos influyen en el nivel de los márgenes de riesgo de los bonos de los mercados emergentes, la relación puede presentar más matices durante períodos de agitación en los mercados financieros mundiales. Además, el fortalecimiento de los fundamentos macroeconómicos y la acumulación de superávits en la cuenta corriente y de reservas de divisas por parte de los países de América Latina y el Caribe durante la década de 2000, les permitió una independencia de las tasas de interés estadounidenses. En consecuencia, y a pesar de una serie de subidas de las tasas de interés estadounidenses, los diferenciales de América Latina continuaron bajando en el período comprendido entre junio de 2004 y junio de 2006.

Así, los márgenes de los bonos de América Latina presentaron una relación positiva con las tasas de interés de los Estados Unidos durante todo el período, pero esa relación se volvió más fuerte y cambió de dirección durante períodos aislados. Los coeficientes de correlación no identifican

qué variable está impulsando a la otra, pero es de suponer que las tasas de interés de los Estados Unidos son motores externos de los diferenciales de América Latina y de los diferenciales de los mercados emergentes. Hasta hace muy poco, los actores del mercado opinaban que los flujos de capital no podían afectar a las tasas de interés estadounidenses.

Sin embargo, Warnock y Warnock (2006) demuestran que los flujos internacionales de capital tuvieron un efecto económico importante en el bono a diez años del Tesoro de los Estados Unidos entre junio de 2004 y julio de 2006, cuando la Reserva Federal elevó la tasa de referencia de los fondos federales en 17 reuniones consecutivas, llevándola del 1% al 5,25%. La característica desconcertante de este episodio fue que las tasas de interés a largo plazo no aumentaron tanto como lo hicieron en anteriores ciclos de política monetaria restrictiva. De hecho, las tasas a largo plazo bajaron durante la mayor parte de 2004 y 2005 a pesar de los constantes aumentos de las tasas a corto plazo. Según estos autores, los flujos del exterior tuvieron un impacto considerable, estadísticamente significativo, sobre las tasas de interés de los Estados Unidos a largo plazo. Su trabajo también sugiere que grandes compras de bonos del Gobierno de los Estados Unidos por inversores del exterior contribuyeron considerablemente a los bajos niveles de las tasas de interés del país observados en años previos. La mejora del crecimiento y de las condiciones macroeconómicas en algunas de las grandes economías de los mercados emergentes ha tenido, pues, un impacto en la relación entre los diferenciales de los bonos de los mercados emergentes y las tasas de interés de los Estados Unidos.

El frágil entorno financiero mundial ha colocado a los Estados Unidos en una posición única. A consecuencia de la respuesta sin precedentes en términos de la política económica a la crisis financiera mundial y a la recesión económica, la carga de la deuda estadounidense se ha vuelto más pesada, pues la Reserva Federal llevó la tasa de referencia de los fondos federales a un intervalo de 0 a 25 puntos básicos e inició una flexibilización cuantitativa (*quantitative easing*) lanzando tres rondas de compras de activos para suavizar la situación monetaria. Los inversores extranjeros han ido acumulando activos de los Estados Unidos a un ritmo muy rápido, y a fines de 2012 poseían, según la Oficina de Análisis Económico, más de 25 billones de dólares en activos estadounidenses. Más de 5,5 billones de dólares en títulos del Tesoro de los Estados Unidos están en manos de instituciones oficiales extranjeras, básicamente bancos centrales y fondos de inversión públicos.

Los Estados Unidos absorben alrededor del 70% de todos los ahorros netos producidos por los países con superávit de la cuenta corriente. Que un país grande tome prestado a esta escala es algo que no tiene precedentes en la historia del mundo moderno, y ello ha tenido un impacto en la relación entre las tasas de interés de los Estados Unidos y los diferenciales de los

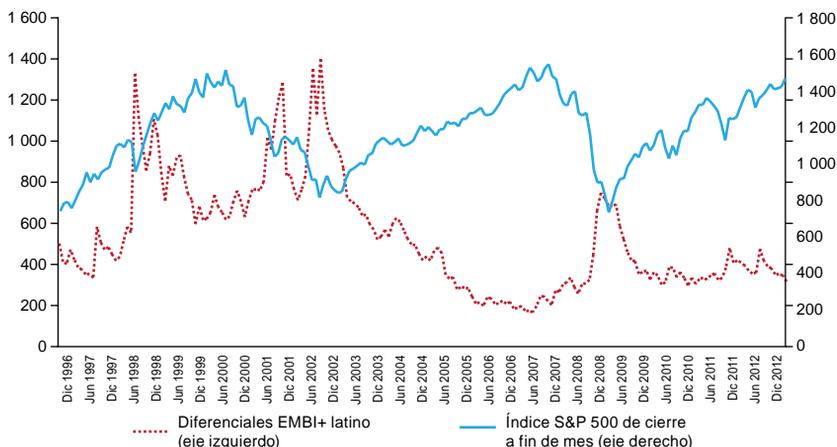
mercados emergentes. Cuando los inversores que compran títulos del Tesoro dejen de estar satisfechos a consecuencia de la magra rentabilidad (dado el entorno de bajas tasas de interés fijado por la política monetaria de la Reserva Federal), la dependencia de los Estados Unidos del préstamo externo podría convertirse en una importante vulnerabilidad, sobre todo si llega a producirse un choque financiero.

Desde el punto de vista de la región, la perspectiva de tasas de interés estadounidenses más altas y de mayores rendimientos del Tesoro tras el final de la flexibilización cuantitativa de la Reserva Federal y de una política monetaria expansiva, es algo que preocupa a la mayor parte de los compradores de bonos latinoamericanos. Es casi seguro que el final de la flexibilización cuantitativa desacelere el flujo de dinero hacia la región. Considerando el alto grado de interconexión de las finanzas mundiales, se puede asumir que los bonos latinoamericanos no quedarán inmunes a un aumento de la aversión al riesgo. Si bien es probable que los márgenes de los bonos aumentarían en consecuencia, es difícil estimar la extensión del impacto sobre los mercados de bonos de la región. Como acabamos de señalar, la evidencia empírica existente demuestra que durante períodos aislados de cambio de la política monetaria de los Estados Unidos y de agitación financiera, la relación entre las tasas de interés estadounidenses y los márgenes de los bonos de los mercados emergentes tiene más matices y es más complicada de lo que supone la teoría, y ello significa que, durante esos períodos de cambios y turbulencias, los otros determinantes de los diferenciales de los mercados emergentes (es decir, los determinantes que no son las tasas de interés de los Estados Unidos) tienden a desempeñar un papel más importante.

D. Los diferenciales de la deuda de América Latina y el Caribe y los mercados bursátiles desarrollados

Otro canal intuitivo para la relación entre los mercados maduros y los mercados emergentes es el nexo con los mercados de valores. Históricamente, las correlaciones a corto plazo entre los mercados bursátiles de países emergentes y los de los Estados Unidos siempre han sido altas, pero volátiles. Desde fines de la década de 1990, se ha podido observar una asociación estrecha entre los mercados mundiales de acciones (sobre todo, los estadounidenses) y los mercados emergentes de bonos (véase el gráfico V.5). Una explicación para esta estrecha relación es que los cambios en los márgenes de riesgo del sector corporativo estadounidense pueden dar lugar a cambios correspondientes en los márgenes de la deuda soberana de los mercados emergentes, pues los inversores practican el arbitraje entre activos igualmente arriesgados.

Gráfico V.5
 DIFERENCIALES DEL EMBI+ LATINO DE J.P. MORGAN
 Y PRECIOS DE CIERRE A FIN DE MES DEL ÍNDICE S&P 500
 (En puntos básicos y precios de cierre a fin de mes)

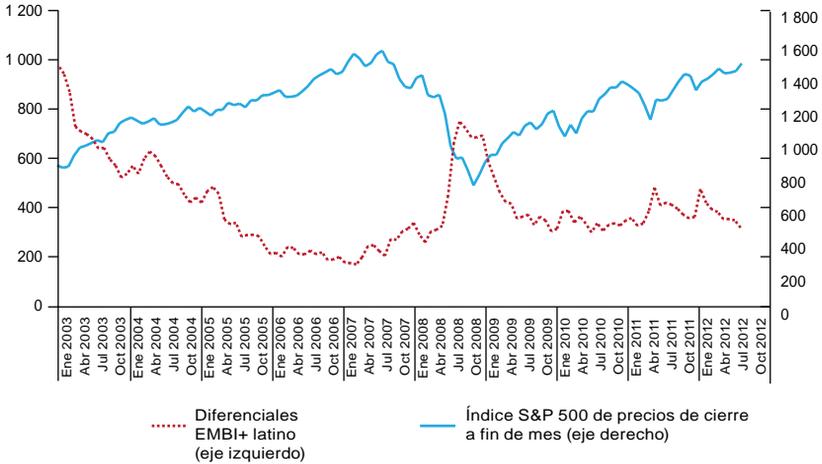


Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información del Índice de bonos de mercados emergentes de J.P. Morgan (EMBI+) y Standard & Poor's.

Entre diciembre de 1996 y diciembre de 2012, los diferenciales del EMBI+ latino y los precios de cierre a fin de mes del índice S&P 500 tuvieron una correlación negativa ($-0,38$). Esa correlación pasó a ser positiva, si bien muy débil ($0,04$), durante la crisis financiera de fines de la década de 1990 (diciembre de 1996 a diciembre de 2002; véase el cuadro V.6). La correlación positiva fue mucho más elevada ($0,55$) en la primera mitad de ese período, es decir, de diciembre de 1996 a diciembre de 1999. Dado el aumento de la volatilidad en esos años, y teniendo en cuenta la presencia del factor contagio, la correlación positiva puede explicarse por el hecho de que los inversores quisieron protegerse de una variedad de activos de riesgo y no solo de la deuda de los mercados emergentes.

Por el contrario, durante la mayor parte de la década de 2000, los inversores no evitaron los activos de riesgo, sino que los buscaron (mediante el arbitraje entre los activos de riesgo disponibles), pues la aversión al riesgo se mantuvo baja. En años recientes, la deuda externa de los mercados emergentes y el índice bursátil de Standard & Poor's han estado fuertemente correlacionados en sentido negativo. Al parecer, el EMBI+ latino tiende a disminuir cuando sube el índice de Standard & Poor's, y a aumentar cuando este índice cae. La relación fue incluso más estrecha en el período 2003–2008 (véase el gráfico V.6).

Gráfico V.6
 DIFERENCIALES DEL EMBI+ LATINO DE J.P. MORGAN
 Y EL ÍNDICE S&P 500 DE CIERRE A FIN DE MES
 (En puntos básicos y precios de cierre a fin de mes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información del Índice de bonos de mercados emergentes de J.P. Morgan (EMBI+) y Standard & Poor's.

Durante el *boom* de los productos básicos de 2003-2008, la correlación negativa entre los precios de cierre a fin de mes del índice S&P 500 y los diferenciales mensuales del EMBI+ latino fue particularmente alta (-0,93), y estadísticamente significativa. El EMBI+ latino y el S&P 500 mantuvieron una fuerte correlación negativa de 2009 a 2012 (-0,67), si bien un poco más débil que en los anteriores años del *boom*. Suponiendo que los diferenciales de América Latina y el S&P 500 mantengan una correlación negativa en los meses venideros, las tendencias del índice S&P 500 pueden permitir comprender lo que podría ocurrir con los diferenciales de la deuda de América Latina.

Cuadro V.6
CORRELACIONES ENTRE EL ÍNDICE S&P 500
Y EL COMPONENTE LATINO DEL EMBI+

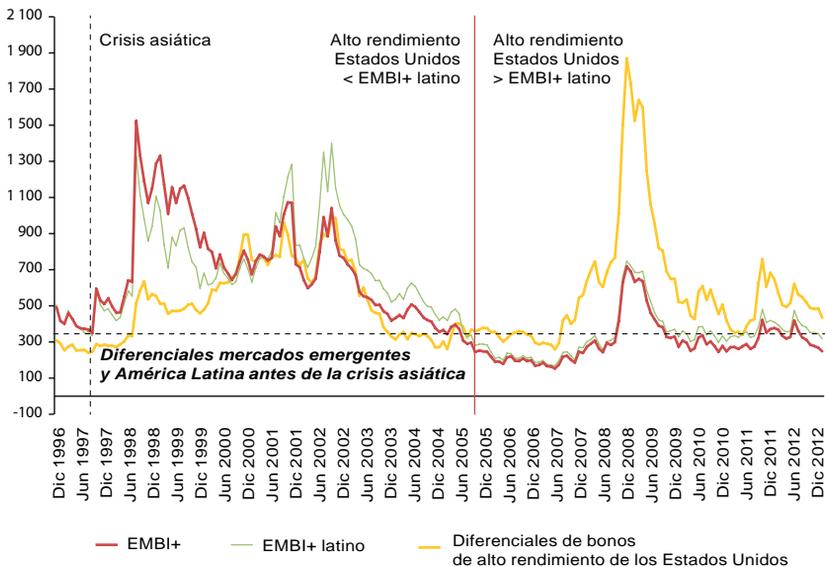
Diciembre de 1996 - diciembre de 2012		
	Diferenciales EMBI+ latino	Índice S&P 500 de precios de cierre a fin de mes
Diferenciales EMBI+ latino	1	
Índice S&P 500 de precios de cierre a fin de mes	-0,8	1
Diciembre de 1996 - diciembre de 2002		
	Diferenciales EMBI+ latino	Índice S&P 500 de precios de cierre a fin de mes
Diferenciales EMBI+ latino	1	
Índice S&P 500 de precios de cierre a fin de mes	0,04	1
Diciembre de 1996 - diciembre de 1999		
	Diferenciales EMBI+ latino	Índice S&P 500 de precios de cierre a fin de mes
Diferenciales EMBI+ latino	1	
Índice S&P 500 de precios de cierre a fin de mes	0,55	1
Enero de 2003 - diciembre de 2008		
	Diferenciales EMBI+ latino	Índice S&P 500 de precios de cierre a fin de mes
Diferenciales EMBI+ latino	1	
Índice S&P 500 de precios de cierre a fin de mes	-0,93	1
Enero de 2009 - diciembre de 2012		
	Diferenciales EMBI+ latino	Índice S&P 500 de precios de cierre a fin de mes
Diferenciales EMBI+ latino	1	
Índice S&P 500 de precios de cierre a fin de mes	-0,67	1

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información del índice de bonos de mercados emergentes de J.P. Morgan (EMBI+) y Standard & Poor's.

E. Los diferenciales de la deuda de América Latina y el Caribe frente a los de los bonos corporativos de alto rendimiento de los Estados Unidos

Otro vínculo financiero entre los Estados Unidos y la región es el que se establece a través de los mercados de bonos estadounidenses. En promedio, los activos latinoamericanos se han vuelto más atractivos comparados con otras clases de activos, como los bonos corporativos de alto rendimiento de las empresas estadounidenses. En el pasado, los diferenciales de la deuda de América Latina y el Caribe eran comparables a los diferenciales de los bonos basura estadounidenses en lo que concierne al riesgo (véase el gráfico V.7); en la década de 1990, y hasta mediados de 2005, los diferenciales de los bonos de alto rendimiento del sector corporativo de los Estados Unidos fueron, de hecho, más bajos que los diferenciales de los bonos de América Latina. A fines de 2007, los diferenciales de los bonos de América Latina fueron aproximadamente la mitad de los diferenciales de los bonos basura de los Estados Unidos, y aunque esa diferencia ha disminuido, al final de 2012 los activos de América Latina y el Caribe seguían teniendo márgenes mucho más bajos.

Gráfico V.7
DIFERENCIALES DEL EMBI+ LATINO DE J.P. MORGAN Y DE LOS BONOS DE ALTO RENDIMIENTO DEL SECTOR CORPORATIVO DE LOS ESTADOS UNIDOS
(En puntos básicos)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información del índice de alto rendimiento master II de Merrill Lynch/Banco de América (H0A0), el rendimiento del bono del Tesoro de los Estados Unidos a diez años de Merrill Lynch/Banco de América (GA10), y del Índice de bonos de mercados emergentes de J.P. Morgan (EMBI+).

Los diferenciales de los bonos tendieron a deteriorarse después de la crisis asiática. Aunque por regla general los diferenciales de los bonos de los mercados emergentes se recuperaron pronto tras cada período de crisis, la recuperación nunca fue completa, y de 1997 a fines de 2004 el nivel de los diferenciales se mantuvo mucho más alto que durante el período anterior a la crisis asiática. La explicación más inmediata para el aumento de los diferenciales en la segunda mitad de la década de 1990 hay que buscarla en el hecho de que los inversores percibieron peores perspectivas en los países de los mercados emergentes y de América Latina. Sin embargo, los diferenciales no solo aumentaron en los países emergentes en general, sino que también lo hicieron considerablemente para los bonos corporativos de alto rendimiento de los Estados Unidos. En el cuadro V.6 puede verse la correlación entre los diferenciales del EMBI+ latino y los diferenciales del índice de alto rendimiento master de Merrill Lynch, que fue de 0,45 para todo el período (diciembre de 1996 a diciembre de 2012), si bien mucho más alta durante las crisis asiática, rusa y brasileña (0,76).

Los resultados sugieren que la explicación del deterioro de los diferenciales de los bonos tras la crisis asiática puede no estar relacionada con las reevaluaciones de las perspectivas de los países. Además, los resultados validan el argumento de la crisis de liquidez. En algunas ocasiones, el aumento del riesgo en los mercados emergentes induce a los inversores a rebajar su perfil de riesgo y pasar a los bonos con categoría de grado de inversión o a otros instrumentos. Por ejemplo, durante la crisis rusa, entre agosto y octubre de 1998, el índice de alto rendimiento master de Merrill Lynch se amplió en 275 puntos básicos frente a los títulos del Tesoro, aun cuando la calidad del crédito corporativo de los Estados Unidos no desempeñó un papel central en los problemas afectando a los mercados financieros.

Los flujos entre los mercados emergentes y el sector de alto rendimiento no han seguido un patrón consistente. De diciembre de 1996 a diciembre de 2003, un período que incluye las crisis financieras de fines de la década de 1990, la correlación entre los diferenciales del EMBI+ latino mensual y los diferenciales del índice de alto rendimiento master de Merrill Lynch para los Estados Unidos fue altamente positiva (0,76), y estadísticamente significativa a un nivel de confianza del 95% (véase el cuadro V.7).

Cuadro V.7
CORRELACIONES ENTRE EL ÍNDICE DE ALTO RENDIMIENTO MASTER
DE LOS ESTADOS UNIDOS Y EL COMPONENTE LATINO DEL EMBI+

Diciembre de 1996 - diciembre de 2012		
	EMBI+ latino	Diferencial de los bonos de alto rendimiento de los Estados Unidos
EMBI+ latino	1	
Diferencial de los bonos de alto rendimiento de los Estados Unidos	0,45	1
Diciembre de 1996 - diciembre de 2003		
	EMBI+ latino	Diferencial de los bonos de alto rendimiento de los Estados Unidos
EMBI+ latino	1	
Diferencial de los bonos de alto rendimiento de los Estados Unidos	0,76	1
Enero de 2004 - mayo de 2007		
	EMBI+ latino	Diferencial de los bonos de alto rendimiento de los Estados Unidos
EMBI+ latino	1	
Diferencial de los bonos de alto rendimiento de los Estados Unidos	0,14	1
Enero de 2007 - diciembre de 2012		
	EMBI+ latino	Diferencial de los bonos de alto rendimiento de los Estados Unidos
EMBI+ latino	1	
Diferencial de los bonos de alto rendimiento de los Estados Unidos	0,91	1

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información del índice de alto rendimiento master II de Merrill Lynch/Banco de América (H0A0), el rendimiento del bono del Tesoro de los Estados Unidos a diez años de Merrill Lynch/Banco de América (GA10), y del Índice de bonos de mercados emergentes de J.P. Morgan (EMBI+).

No obstante, a fines de 2003 los mercados emergentes estaban bien protegidos contra la volatilidad del mercado financiero. Los diferenciales de América Latina y de los mercados emergentes se apartaron de los diferenciales corporativos de los Estados Unidos durante el período de agitación de los mercados de crédito estadounidenses (mayo de 2005), provocado por la rebaja de General Motors y Ford. Los diferenciales de América Latina y de los mercados emergentes tocaron techo antes (a mediados de abril) y volvieron más rápidamente a los bajos niveles previos. El índice de correlación entre los diferenciales de América Latina y los de alto rendimiento mensual cayó a apenas 0,14 de enero de 2004 a mayo de 2007, cuando los diferenciales de los mercados emergentes y de América Latina alcanzaron un mínimo histórico. El episodio de debilitamiento de los vínculos con los bonos corporativos de los Estados Unidos coincidió con el auge de los precios de los productos

básicos y la acumulación de superávits de la cuenta corriente y de reservas internacionales de divisas por parte de los países de los mercados emergentes y de América Latina.

En el período que siguió a la crisis financiera mundial, los diferenciales de los bonos de América Latina tuvieron una fuerte correlación con los de alto rendimiento de los Estados Unidos (0,91). No es fácil establecer estadísticamente qué variable impulsó a la otra, y es muy posible que, en realidad, ambas se encuentren afectadas a la vez por otros factores, como los cambios en el contexto externo. En 2009-2012, tanto los diferenciales de los bonos de América Latina como los de alto rendimiento de los Estados Unidos se beneficiaron de las políticas acomodaticias de la Reserva Federal y de la búsqueda de mayores rendimientos a escala mundial, y también de una base inversora más amplia.

Los inversores tienen muchas opciones, y puede haber situaciones en las que eligen canjear bonos corporativos de alto rendimiento por deuda de los mercados emergentes, como ocurrió durante las turbulencias del sector automovilístico de los Estados Unidos en mayo de 2005. A su vez, una mayor aversión al riesgo podría llevar a los inversores a rebajar su perfil de riesgo y abandonar totalmente los bonos de alto rendimiento y los de los mercados emergentes para adquirir bonos calificados con grado de inversión. No obstante, en los últimos años muchos emisores de mercados emergentes y de América Latina han obtenido calificaciones crediticias más altas que los han acercado más al grado de inversión. Esta tendencia ha contribuido a que la vulnerabilidad externa de los mercados emergentes disminuya en momentos de mayor aversión al riesgo.

Capítulo VI

El largo camino hacia la mejor calidad del crédito

La creciente tendencia a conceder, en años recientes, calificaciones crediticias más altas a los emisores de los mercados emergentes es el reflejo de un crecimiento más rápido, una inflación más baja y unas finanzas públicas más estrictas en la mayoría de dichos mercados, así como del clima benigno en el entorno mundial, con liquidez abundante y un apetito por el riesgo cada vez mayor. Esta tendencia explica la aguda compresión de los diferenciales de los bonos de los mercados emergentes desde fines de 2002. Además, la más alta calidad crediticia general de la deuda de los mercados emergentes y sus rendimientos ajustados al riesgo han atraído a una base inversora más amplia, dispuesta a absorber las importantes cantidades de deuda emitidas entre 2003 y 2012.

Las agencias de calificación crediticia están concebidas para reducir las asimetrías de información entre prestatarios y prestamistas, y como tal desempeñan un papel clave en los mercados financieros, en la recopilación y análisis de datos que se pueden utilizar para evaluar la calidad del crédito de un emisor, tanto corporativo como soberano. El papel de estas agencias ha aumentado junto con la globalización financiera y ha recibido un impulso adicional con Basilea II, que incorpora las calificaciones que conceden en las normas para sopesar el riesgo crediticio.

Las agencias de calificación han recibido nuevas críticas desde la crisis financiera mundial de 2008. Su insatisfactorio desempeño ha vuelto a hacer aflorar cuestiones acerca de sus métodos, su situación regulatoria

y su papel en los mercados financieros, que aparecieron por primera vez durante las crisis de los mercados emergentes a fines de la década de 1990 y el colapso de Enron en 2001. No obstante, las calificaciones pueden ser útiles para evaluar la calidad del crédito en lugares donde las normas contables son pocas y los mercados de crédito no están bien desarrollados. En este contexto específico, las agencias de calificación ofrecen un control adicional y llevan a cabo la costosa tarea de recopilar e inspeccionar los datos.

El papel de las agencias de calificación crediticia consiste en proporcionar a los inversores evaluaciones de la disposición a pagar, actual y futura, de los prestatarios. Esta tarea implica recopilar información sobre lo que puede ocurrir en el futuro, algo en lo que, naturalmente, dominan las expectativas. Incluso los agentes bien informados, como la agencias de calificación y los inversores institucionales, son objeto de expectativas. Si las agencias de calificación crediticias contribuyen a la dinámica de una crisis financiera, sea acentuándola o atenuándola, es un tema que ha sido objeto de extensos debates. La literatura examina los determinantes de las calificaciones soberanas, su supuesto carácter procíclico y la relación entre los diferenciales y las calificaciones de la deuda soberana.

Cantor y Packer (1996) muestran que cinco variables —a saber: el PIB per cápita, indicadores del desarrollo económico, la historia de incumplimientos de la deuda soberana, la inflación y la deuda externa— explican el 90% de las calificaciones emitidas por Standard & Poor's y Moody's en 1995¹. Según los autores, también las evaluaciones del mercado, medidas por los rendimientos de la deuda soberana, coincidieron en gran parte con las calificaciones relativas de los riesgos del crédito soberano otorgadas por Standard & Poor's y Moody's durante el período 1987-1994. No obstante, las calificaciones crediticias parecen tener cierta influencia independiente sobre los rendimientos además de su correlación con otra información públicamente disponible (pág. 37). En particular, los resultados muestran que los anuncios relacionados con cambios en las calificaciones tuvo efectos inmediatos sobre la fijación de los precios de mercado en el caso de emisiones de calificación baja (de grado especulativo).

Larraín, Reisen y Von Maltzan (1997) opinan que una revisión a “perspectiva negativa” de Moody's y Standard & Poor's tuvo un impacto considerable en 1987-1996, y concluyen que las agencias de calificación tienen capacidad de suavizar los ciclos de auge y caída de los diferenciales. Reisen y Von Maltzan (1998), que estudian los cambios de las calificaciones y las perspectivas emitidas por Fitch, Moody's y Standard & Poor's entre 1989 y 1997, concluyen que los descensos de categoría tienen un impacto importante en los diferenciales, mientras que los ascensos son anticipados por los mercados. Jaramillo y Tejada (2011), empleando un conjunto de datos

¹ Afonso (2003) actualizó el estudio de Cantor y Packer y llegó a resultados similares.

para 35 economías de mercados emergentes en el período 1997-2010, encuentran que los diferenciales de la deuda soberana para países con la categoría de grado de inversión son un 36% inferiores a los diferenciales de los países con grado especulativo, que, según los autores, se encuentran por encima y más allá de lo que implican los fundamentos macroeconómicos (pág. 3). Los autores concluyen que los diferenciales bajan más significativamente cuando los emisores soberanos cruzan el límite que los separa de la categoría de grado de inversión que cuando mejoran su calificación dentro de una misma categoría crediticia (especulativa o de grado de inversión).

Ferri, Liu y Stiglitz (1999) estudian el supuesto carácter procíclico de las calificaciones de la deuda soberana durante las crisis financieras, y concluyen que Moody's y Standard & Poor's no predijeron la crisis asiática y que incluso la exacerbaron al rebajar a los países asiáticos más de lo justificado por los fundamentos. En cambio, Kräussl (2000) sostiene que rebajas masivas de crédito no intensifican necesariamente una crisis, como fue el caso en la República de Corea en 1997. Sy (2001) subraya que la fuerte relación negativa entre las calificaciones y los diferenciales del EMBI+ disminuye durante períodos de turbulencia del mercado. El coeficiente R2 de una regresión simple de los logaritmos de los diferenciales en relación al comportamiento de las calificaciones se redujo durante los períodos turbulentos, lo que indica que la relación entre diferenciales y calificaciones es menos importante durante una crisis.

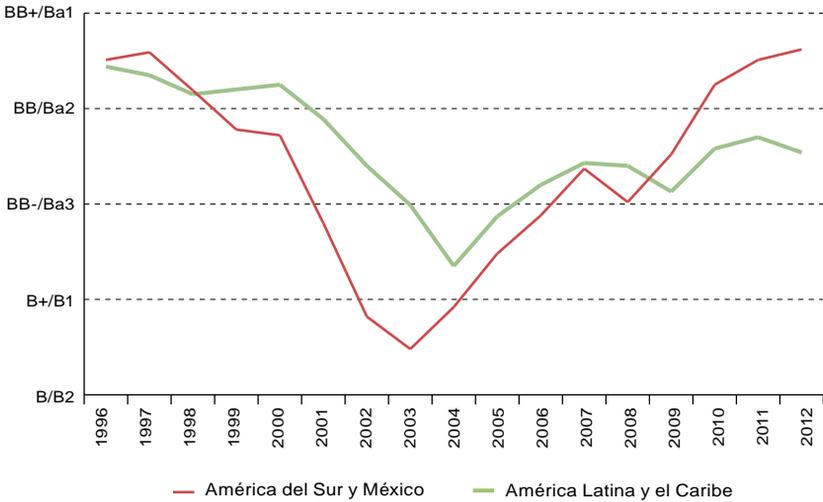
La correlación entre calificaciones crediticias y diferenciales es negativa, pero el papel de las agencias y el impacto de sus anuncios sobre los diferenciales de los bonos varía según el período analizado. La relación entre calificaciones y diferenciales es importante, pero la causalidad no siempre es clara. En los siguientes apartados se analiza la evolución de las calificaciones crediticias en América Latina y el Caribe en las décadas de 1990 y 2000 y la relación entre calificaciones y diferenciales de los bonos durante ese período.

A. La evolución de las calificaciones crediticias en América Latina y el Caribe

La década de 1990 fue testigo de un marcado aumento del número de países soberanos de América Latina y el Caribe con una calificación crediticia, sobre todo después de 1992. El aumento más rápido del número de países calificados se produjo en 1992-1997, cuando una cantidad cada vez más alta de gobiernos comenzó a acceder a los mercados mundiales de bonos. A fines de la década estaban calificados 20 países de América Latina y el Caribe, cuando en 1990 solo había uno (la República Bolivariana de Venezuela). A fines de la década de 2000, 26 emisores soberanos de la región ya estaban calificados.

La evolución de las calificaciones crediticias siguió de cerca el ciclo económico de la región. Durante las conmociones financieras de la segunda mitad de la década de 1990, las calificaciones de muchos países de la región fueron rebajadas, pero en la década de 2000, en especial después de 2003, se verificó una tendencia hacia una mejor calidad del crédito (véase el gráfico VI.1). A fines de este período, muchos países de la región habían obtenido la calificación de grado de inversión.

Gráfico VI.1
 AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE:
 EVOLUCIÓN DE LAS CALIFICACIONES DE CRÉDITO
 (Promedio de las calificaciones de Fitch, Moody's y Standard & Poor's)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de Fitch, Moody's y Standard & Poor's.

Nota:

América del Sur: Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de).

América Latina y el Caribe: América del Sur y México, más Centroamérica (Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá) y el Caribe (Barbados, Belice, Jamaica, República Dominicana y Trinidad y Tabago).

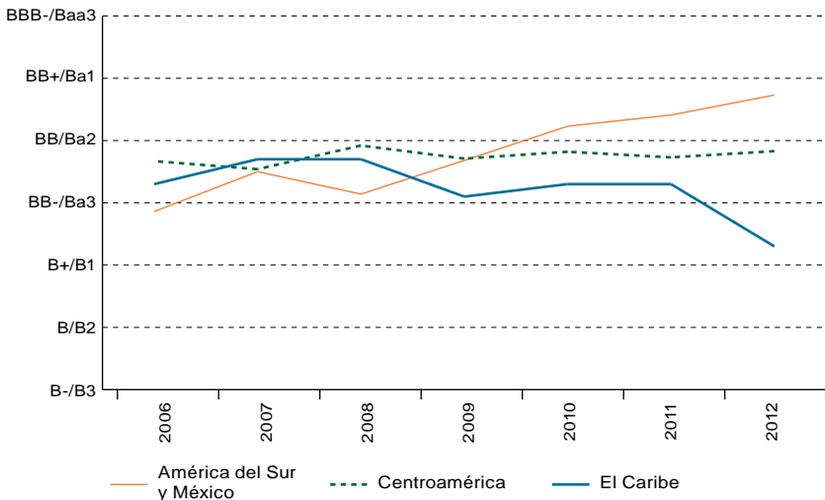
Grado de inversión: BBB-/Baa3 y más altos. Las calificaciones de la deuda soberana se convirtieron a valores numéricos (véase el cuadro VI.2 al final de este apartado) y se usa un promedio de las calificaciones de las tres agencias de calificación crediticia (Fitch, Moody's y Standard & Poor's).

Para América del Sur y México, la calidad del crédito ya lleva varios años registrando una tendencia ascendente: sobre una base anual, los ascensos de categoría (*upgrades*) superan a las rebajas (*downgrades*). El ciclo de ascensos quedó momentáneamente interrumpido durante la crisis financiera mundial, pero la tendencia positiva no tardó en volver. Menores necesidades

de financiamiento por parte de los países, buenas políticas económicas, como la mejora en indicadores clave de la vulnerabilidad, y un vigoroso crecimiento económico han conducido a una tendencia firme y continuada de mejora de las calificaciones del crédito en la región.

En general, las calificaciones crediticias para los países de Centroamérica y el Caribe no han seguido la misma trayectoria que el resto de la región latinoamericana. Si bien las calificaciones para América del Sur y México sufrieron un impacto negativo durante la crisis financiera mundial, ya se han recuperado y desde entonces han seguido una tendencia ascendente. La mayor parte de los países del Caribe también sufrieron rebajas tras el inicio de la crisis financiera de 2008, pero hasta ahora no han recuperado su posición crediticia anterior, lo cual refleja que su recuperación posterior a la crisis ha sido más lenta comparada con la del resto de la región (véase el gráfico VI.2). Las rebajas aplicadas al Caribe se basaron en la debilidad del crédito y el deterioro fiscal, pues la inestabilidad financiera derivada de la crisis mundial ejerció una fuerte presión sobre las cuentas fiscales de esta región.

Gráfico VI.2
CALIFICACIONES DE CRÉDITO (PROMEDIO, MOODY'S Y STANDARD & POOR'S)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de Moody's y Standard & Poor's.

Nota:

América del Sur: Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de).

Centroamérica: Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá.

El Caribe: Barbados, Belice, Jamaica, República Dominicana y Trinidad y Tabago.

Grado de inversión: BBB-/Baa3 y más altos.

La perspectiva vigente de las calificaciones de la deuda soberana ofrece una posible indicación de las opiniones de las agencias sobre la calidad del crédito de los países de la región en el futuro próximo. A fines de 2011, doce de los emisores de deuda soberana calificados de la región tenían una perspectiva positiva según una o más de las tres principales agencias de calificación (Fitch, Moody's y Standard & Poor's), y solo dos tenían una perspectiva negativa. A pesar de la serie de ascensos de calificación que tuvieron lugar en 2012 y años anteriores, a fines de 2012 todavía había seis países con perspectiva positiva, un dato que sugiere que a finales de 2012 la tendencia reciente hacia un crédito de mejor calidad todavía no había llegado a su fin. No obstante, el número de países con perspectiva negativa había aumentado a siete (cuatro de ellos en el Caribe, uno en Centroamérica y dos en América del Sur).

Las principales agencias de calificación crediticia han advertido que de ahora en adelante, tras muchos años de mejoras en las calificaciones, será más difícil para los países de la región obtener calificaciones más altas a menos que solucionen sus problemas institucionales. Según Moody's, si bien los ascensos de las calificaciones en los años anteriores tuvieron su razón de ser en un aumento de la resiliencia a las conmociones externas, en mejores perfiles de la deuda pública y en el buen desempeño económico, las mejoras adicionales en la calificación crediticia para países que ya tienen la calificación de grado de inversión dependerá del fortalecimiento de las instituciones en general, con particular atención a acuerdos institucionales creíbles que refuercen la buena gestión tributaria.

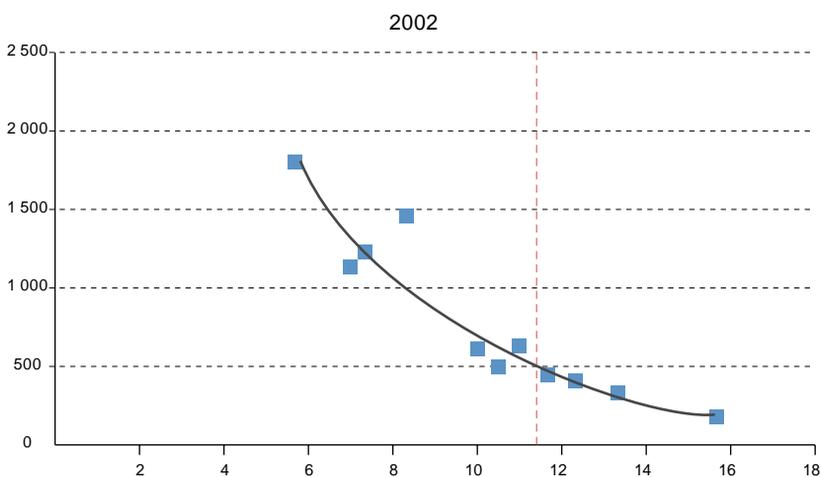
La lista de países de la región con categoría de grado de inversión aumentó de cuatro en 2002 (Barbados, Chile, México y Trinidad y Tabago) a nueve a fines de 2012 (Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, México, Panamá, Perú, Trinidad y Tabago y Uruguay)². El estatus de grado de inversión reduce considerablemente los costos del financiamiento mejorando las expectativas del mercado y fomentando un mayor flujo de capitales provenientes de una base inversora más amplia y más diversificada. Alcanzar el grado de inversión puede llevar a una considerable reducción de los diferenciales (Jaramillo y Tejada, 2011).

Hay una relación negativa entre las calificaciones crediticias y el nivel de los diferenciales. Las deudas soberanas con mejores calificaciones suelen tener diferenciales más bajos que las que tienen peores calificaciones crediticias, tal como lo ilustra la línea de tendencia exponencial del gráfico VI.3, donde puede verse que el número de países de América Latina y el Caribe con categoría de grado de inversión aumentó considerablemente en la

² Colombia y el Uruguay mantuvieron la categoría de grado de inversión de las tres agencias durante un buen período antes de 2002: de septiembre de 1995 a agosto de 1999 en el caso de Colombia, y de junio de 1997 a febrero de 2002 en el del Uruguay.

década de 2000. Puede verse también que los diferenciales tienden a registrar subidas importantes en los países con calificaciones crediticias especulativas³. A fines de 2002, el promedio de los diferenciales de la Argentina alcanzó los 6.342 puntos básicos después de que Standard & Poor's rebajara la calificación a incumplimiento selectivo⁴ y de que Fitch la calificara de incumplimiento restringido. A causa de los altos diferenciales de sus bonos, la Argentina dejó de figurar en la muestra para 2002 del gráfico VI.3. Además, en la muestra correspondiente a 2012 el número de países es mayor, pues en 2007 J.P. Morgan añadió Belice y Jamaica en su índice EMBIG.

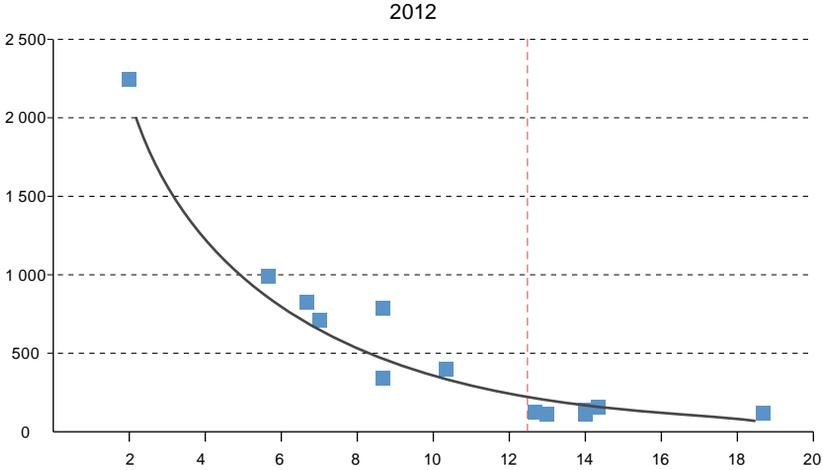
Gráfico VI.3
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE:
CALIFICACIONES DE LA DEUDA SOBERANA Y DIFERENCIALES EN 2002 Y 2012
(Calificación crediticia media: Fitch, Moody's y Standard & Poor's;
diferenciales en puntos básicos)



³ “Grado de inversión” y “grado especulativo” son maneras de referirse a las categorías que van de AAA a BBB (grado de inversión) y de BB a D (grado especulativo). Las categorías correspondientes a grado de inversión indican un riesgo crediticio de relativamente bajo a moderado; en cambio, las calificaciones correspondientes al grado especulativo indican un nivel de riesgo más alto o una cesación de pagos reciente.

⁴ La calificación de incumplimiento selectivo se asigna cuando Standard & Poor's opina que, si bien el deudor ha dejado de pagar de manera selectiva una emisión o una clase concreta de obligaciones, seguirá cumpliendo con las obligaciones de pago correspondientes a otras emisiones o clases de obligaciones.

Gráfico VI.3 (conclusión)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de Fitch, Moody's, Standard & Poor's y J.P. Morgan.

Nota: El eje horizontal corresponde a promedios de las calificaciones crediticias del crédito soberano; en el eje vertical aparecen los diferenciales EMBIG en puntos básicos. La línea vertical señala el umbral del grado de inversión. Dos de los cuatro países con categoría de grado de inversión en 2002 —Barbados y Trinidad y Tabago— y dos de los nueve países con esa categoría en 2012 —Costa Rica y Trinidad y Tabago— no se incluyen en el índice EMBIG, por lo que no figuran en los gráficos.

La brecha en la calidad del crédito entre mercados emergentes y desarrollados se ha ido estrechando a medida que dicha calidad ha mejorado en las economías emergentes y se ha deteriorado en los países desarrollados. Los ascensos que tuvieron lugar en la región en 2011 y 2012 contrastan con la situación que se verificó en Europa y los Estados Unidos. Por ejemplo, en 2011 los Estados Unidos sufrieron la primera rebaja de su calificación crediticia mientras Fitch, Moody's y Standard & Poor's elevaban las calificaciones de los bonos del Brasil, tanto en moneda local como extranjera, a una categoría de grado de inversión más alta para reflejar el fortalecimiento de las finanzas públicas del país. Al final de 2012 había en la región ocho países en el espacio triple B del grado de inversión: Brasil, Colombia, Costa Rica, México, Panamá, Perú, Trinidad y Tabago y Uruguay. Italia y España se encuentran en la misma categoría, pues la agudización de la crisis europea desembocó, en 2012, en una oleada de rebajas de las calificaciones de los mercados desarrollados. Chile, el noveno país latinoamericano en la categoría de grado de inversión, tiene incluso calificaciones más altas: Aa3, AA- y A+.

La situación posterior a la crisis financiera mundial contrasta con la de fines de la década de 1990 y principios de la década de 2000. En aquella época, cuando las calificaciones crediticias se deterioraron, los países de los mercados emergentes manifestaron considerables dudas acerca del proceso de concesión de las calificaciones y la utilidad de las calificaciones soberanas en particular. Se argumentaba que las mejoras de las calificaciones

soberanas otorgadas en la primera mitad de la década de 1990 y las agudas rebajas que se produjeron más adelante esa misma década introdujeron un elemento procíclico en los flujos mundiales de capital en la medida en que aceleraron las entradas de capital a mediados de la década y contribuyeron a su colapso tras la crisis asiática. Algunos estudios sobre el papel de las agencias de calificación crediticia en ese período sugirieron que las agencias ejercían una influencia central sobre el tamaño y la volatilidad de los flujos de capitales a los mercados emergentes (véase Kräussl, 2003).

Los papeles se invirtieron en estos últimos años, y las economías avanzadas fueron las que plantearon cuestiones relativas al papel y la utilidad del proceso de calificación. La frustración que provocó la actuación de las agencias de calificación crediticia aumentó notablemente tras la crisis financiera mundial y la crisis fiscal de la zona del euro. Cabe esperar que en adelante aumente el escrutinio de las acciones de las agencias calificadoras, a medida que las economías avanzadas implementen reformas regulatorias y trabajen para reducir la posibilidad de que vuelva a producirse una crisis financiera mundial.

En el pasado se criticaba a las agencias de calificación por reaccionar a los acontecimientos que se producían en el mercado en lugar de guiarlos. Ahora las agencias están intentando adelantarse a los eventos económicos con vistas a recuperar su credibilidad después de la crisis financiera mundial, durante la cual las agencias líderes no supieron identificar los problemas de liquidez de los grandes bancos de todo el mundo. En el apartado siguiente se examina la relación entre diferenciales y calificaciones crediticias, así como si las agencias de calificación, cuando asignan el riesgo, siguen (o lideran) los mercados.

Cuadro VI.1
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: HISTORIA DE LAS CALIFICACIONES DE LA DEUDA SOBERANA

País	Standard & Poor's			Moody's			Fitch		
	Calificación	Medida	Fecha	Calificación	Medida	Fecha	Calificación	Medida	Fecha
Argentina	BB	Alza	02-abr-97	B3	Rebaja	26-may-89	BB	Afirmación, perspectiva estable	03-dic-97
	BB-	Rebaja, estable	14-nov-00	B1	Alza	13-jul-92	BB	Afirmación, perspectiva negativa	21-sep-00
	B+	Rebaja, advertencia sobre situación crediticia (-)	26-mar-01	Ba3	Alza	02-oct-97	BB-	Rebaja, pronóstico negativo	20-mar-01
	B	Rebaja, advertencia sobre situación crediticia (-)	08-may-01	B1	Rebaja, estable	06-oct-99	B+	Rebaja, pronóstico negativo	28-mar-01
	B-	Rebaja, perspectiva (-)	12-jul-01	B2	Rebaja, revisión (-)	28-mar-01	B-	Rebaja, perspectiva negativa	11-jul-01
	CCC+	Rebaja, perspectiva (-)	09-oct-01	B3	Rebaja, revisión (-)	13-jul-01	CCC-	Rebaja, perspectiva negativa	12-oct-01
	CC	Rebaja, perspectiva (-)	30-oct-01	Caa1	Rebaja, perspectiva (-)	26-jul-01	CC	Rebaja, pronóstico negativo	02-nov-01
	SD	Rebaja	06-nov-01	Caa3	Rebaja, estable	12-oct-01	C	Rebaja, pronóstico negativo	06-nov-01
	B-	Alza, estable	01-jun-05	Ca	Rebaja	20-dic-01	RD	Rebaja, perspectivas de retro	03-dic-01
	B+	Alza, estable	23-mar-06	Caa1	Alza, estable	20-ago-03	RD	Afirmación	18-dic-08
	B	Rebaja, perspectiva estable	02-oct-06	B3	Alza, estable	29-jun-05	B	Alza	12-jul-10
	B-	Rebaja, perspectiva estable	11-ago-08	B3	Perspectiva cambió a (+)	16-ene-07	B	Afirmación, perspectiva estable	22-jul-11
	B	Alza, perspectiva estable	31-oct-08	B3	Perspectiva cambió a stable	14-ago-08	CC	Rebaja, perspectiva no significativa	27-nov-12
	B	Afirmación, perspectiva estable	13-sep-10	B3	Perspectiva cambió a (-)	17-sep-12			
	B-	Rebajado, perspectiva (-)	12-sep-11						
Bahamas	A-	Nuevo	30-oct-12						
A-	Perspectiva cambió a (+)	03-dic-03	A3	Nuevo	24-ene-97	NA			
A-	Afirmación, estable	01-ago-07	A3	Perspectiva cambió a (+)	06-sep-01				
A-	Perspectiva cambió a (-)	28-ene-08	A3	Perspectiva cambió a estable	26-jun-03				
BBB+	Rebaja, estable	24-nov-08	A3	Afirmación, estable	14-oct-09				
BBB+	Afirmación, estable	23-dic-09	A3	Perspectiva cambió a (-)	31-ago-11				
BBB	Rebaja, estable	06-may-11							
BBB	Rebaja, estable	31-oct-11							
BBB	Perspectiva cambió a (-)	24-sep-12							
Barbados	A-	Nuevo	17-dic-99	Ba2	Nuevo	05-dic-94	NA		
A-	Afirmación	08-ene-01	Ba2	Revisión (+)	13-feb-97				
A-	Afirmación	02-may-02	Ba1	Alza	18-abr-97				
BBB+	Rebaja, estable	05-ago-04	Baa2	Alza	08-feb-00				
BBB+	Perspectiva cambió a (-)	29-jul-05	Baa2	Afirmación, estable	09-jul-02				
BBB+	Perspectiva cambió a estable	26-jul-06	Baa2	Revisión (-)	14-may-09				
BBB+	Afirmación, perspectiva estable	17-ago-07	Baa3	Rebaja, perspectiva estable	13-oct-09				

Cuadro VI.1 (continuación)

País	Standard & Poor's			Moody's			Fitch		
	Calificación	Medida	Fecha	Calificación	Medida	Fecha	Calificación	Medida	Fecha
Belice	BBB+	Perspectiva cambio a (+)	08-abr-09	Baa3	Perspectiva cambio a (+)	13-jun-11			
	BBB	Perspectiva cambio a (-)	15-nov-09	Ba1	Rebaja, perspectiva (-)	20-dic-12			
	BBB	Afirmación, perspectiva (-)	28-abr-10						
	BBB	Afirmación, perspectiva (-)	07-sep-10						
	BBB-	Rebaja, perspectiva estable	22-oct-10						
	BBB-	Perspectiva cambio a (-)	21-nov-11						
	BB+	Rebaja, perspectiva estable	17-jul-12						
	BB	Nuevo	18-ago-00	Ba2	Nuevo	21-ene-99	NA		
	BB-	Rebaja	23-oct-01	Ba2	Perspectiva cambio a (-)	06-ago-02			
	BB-	Perspectiva cambio a (+)	25-jul-02	Ba3	Rebaja, estable	28-may-03			
	B+	Rebaja, estable	30-dic-02	Ba3	Revisión (-)	18-jun-04			
	B+	Afirmación, estable	04-jun-03	B2	Rebaja, estable	05-ago-04			
B+	Afirmación, estable	12-mar-04	B3	Rebaja, perspectiva (-)	07-jun-05				
B+	Perspectiva cambio a (-)	20-jul-04	Caa1	Alza, perspectiva estable	13-feb-07				
B	Rebaja, perspectiva (-)	23-ago-04	B3	Alza, perspectiva estable	10-feb-09				
B-	Rebaja, perspectiva (-)	31-ago-04	Caa1	Rebaja, revisión (-)	16-feb-12				
CCC-	Rebaja, perspectiva (-)	01-jun-05	Ca	Rebaja, perspectivas de desarrollo	01-jun-12				
B	Alza, perspectiva estable	20-feb-07	Ca	Perspectiva cambio a (-)	21-ago-12				
B	Afirmación, perspectiva estable	10-dic-07							
B	Afirmación, perspectiva estable	16-feb-10							
B-	Rebaja, perspectiva estable	04-ago-11							
CCC+	Rebaja, perspectiva estable	06-feb-12							
CCC-	Rebaja, perspectiva (-)	29-feb-12							
SD	Rebaja, perspectiva no significativa	21-ago-12							
Belvia (Estado Plurinacional de)	BB-	Nuevo	06-jul-98	B1	Nuevo	29-may-98	B-	Asignación	17-mar-04
	B+	Rebaja, estable	18-oct-00	Caa1	Rebaja, estable	16-abr-03	B-	Afirmación, perspectiva negativa	17-jun-05
	B+	Rebaja, perspectiva (-)	17-dic-02	B2	Alza, perspectiva estable	28-sep-09	B-	Perspectiva cambio a estable, Afirmación	27-jul-07
	B	Rebaja, perspectiva (-)	26-feb-03	B1	Alza, perspectiva cambio a (+)	02-dic-10	B	Alza, perspectiva estable	08-sep-09
	B-	Rebaja, perspectiva (-)	20-oct-03	B1	Afirmación, perspectiva (+)	08-sep-11	B+	Alza, perspectiva estable	05-oct-10
	B	Alza, perspectiva cambio a (+)	06-may-10	Ba3	Alza, Perspectiva estable	08-jun-12	BB-	Alza, perspectiva estable	02-oct-12
	B+	Perspectiva cambio a (+), afirmación	22-ago-11						
	BB-	Alza, perspectiva estable	18-may-12						
	BB-	Afirmación, estable	16-oct-12						
	B	Nuevo	01-dic-94	Ba1	Nuevo	18-nov-86	B+	Asignación	01-dic-94
B+	Alza	18-jul-95	B1	Rebaja	04-dic-87	B+	Afirmación	26-oct-95	

Cuadro VI.1 (continuación)

País	Standard & Poor's			Moody's			Fitch		
	Calificación	Medida	Fecha	Calificación	Medida	Fecha	Calificación	Medida	Fecha
	BB-	Alza	02-abr-97	B2	Rebaja	31-mar-89	B+	Afirmación	03-dic-97
	B+	Rebaja, perspectiva (-)	14-ene-99	B1	Alza	30-nov-94	B	Rebaja	26-ene-99
	BB-	Alza, estable	03-ene-01	B2	Rebaja, estable	03-sep-98	B+	Alza	22-feb-00
	B+	Rebaja, perspectiva (-)	02-jul-02	B1	Alza	16-oct-00	BB-	Alza	19-may-00
	BB-	Alza, estable	17-sep-04	B2	Rebaja, estable	12-ago-02	BB-	Afirmación, perspectiva estable	21-sep-00
	BB	Alza, estable	28-feb-06	B1	Alza, estable	09-sep-04	BB-	Afirmación, perspectiva negativa	17-jul-01
	BB+	Alza, perspectiva (+)	16-may-07	Ba3	Alza, perspectiva (+)	12-oct-05	B+	Rebaja, perspectiva negativa	20-jun-02
	BBB-	Alza, perspectiva estable	30-abr-08	Ba2	Alza, estable	31-ago-06	B+	Promotivo negativo	01-ago-02
	BBB-	Afirmación, perspectiva cambió a (+)	23-may-11	Ba1	Alzado, perspectiva estable	23-ago-07	B	Rebaja, perspectiva negativa	21-oct-02
	BBB	Alza, perspectiva estable	17-nov-11	Baa3	Alzado, perspectiva (+)	22-sep-09	B	Afirmación, perspectiva estable	10-mar-03
	BBB	Afirmación, perspectiva estable	18-dic-12	Baa2	Alzado, perspectiva (+)	20-jun-11	B	Afirmación, perspectiva positiva	03-jun-03
	BBB	Afirmación, perspectiva estable		Baa2	Afirmación, perspectiva (+)	21-nov-12	B+	Afirmación, perspectiva estable	06-nov-03
							BB-	Alza, perspectiva estable	28-sep-04
							BB-	Afirmación, perspectiva positiva	11-oct-05
							BB	Afirmación, perspectiva estable	28-jun-06
							BB	Afirmación, perspectiva positiva	05-feb-07
							BB+	Alza, perspectiva estable	09-may-07
							BBB-	Alza, perspectiva estable	29-may-08
							BBB	Alza, perspectiva estable	04-abr-11
							BBB	Afirmación, perspectiva estable	25-oct-11
							BBB	Afirmación, perspectiva estable	26-jul-12
Chile	BBB	Nuevo	17-ago-92	Baa2	Nuevo	17-feb-94	BBB+	Asignación	10-nov-94
	BBB+	Alza	21-dic-93	Baa1	Alza	29-jun-95	A-	Alza	30-ago-95
	A-	Alza	11-jul-95	A2	Alza, estable	07-jul-06	A-	Afirmación, perspectiva (+)	02-feb-04
	A	Alza, estable	14-ene-04	A1	Alza, perspectiva cambió a (+)	23-mar-09	A	Alza, perspectiva estable	28-mar-05
	A+	Alza, perspectiva estable	18-dic-07	Aa3	Alza, perspectiva estable	16-jun-10	A	Perspectiva cambió a (+), afirmación	15-may-07
	A+	Perspectiva cambió a (+), afirmación	16-dic-10	Aa3	Afirmación, perspectiva estable	08-sep-11	A	Afirmación, perspectiva estable	10-nov-08
	A+	Afirmación, perspectiva (+)	08-feb-12	Aa3	Afirmación, perspectiva estable	24-abr-12	A+	Alza, perspectiva estable	01-feb-11
	A-A-	Alza, perspectiva (+)	26-dic-12				A+	Afirmación, perspectiva estable	07-sep-11
							A+	Afirmación, perspectiva estable	30-ene-12
Colombia	BBB-	Perspectiva cambió a (+)	21-sep-94	Ba1	Nuevo	04-ago-93	BBB	Asignación	10-ago-94
	BB+	Rebaja, estable	21-sep-99	Baa3	Alza	19-sep-95	BBB-	Rebaja	01-sep-99
	BB	Rebaja, perspectiva (-)	24-may-00	Ba2	Rebaja	11-ago-99	BB+	Rebaja	17-mar-00
	BB+	Alza, perspectiva estable	05-mar-07	Ba3	Afirmación, perspectiva cambió a estable	09-mar-06	BB+	Perspectiva cambió a (-)	24-oct-00

Cuadro VI.1 (continuación)

País	Standard & Poor's				Moody's				Fitch	
	Calificación	Medida	Fecha	Calificación	Medida	Fecha	Calificación	Medida	Fecha	Medida
	BBB-	Alza	12-jun-07	Ba2	Perspectiva cambió a (+)	25-jul-07	BB	Rebaja, perspectiva estable	10-ene-02	
	BB+	Afirmación, perspectiva estable	25-feb-08	Ba1	Alza, estable	19-jun-08	BB	Perspectiva cambió a (-)	29-ago-02	
	BBB-	Alza, perspectiva estable	16-mar-11	Baa3	Alza, perspectiva estable	31-may-11	BB	Perspectiva cambió estable	03-may-04	
	BBB-	Afirmación, perspectiva cambió a (+)	15-ago-12				BB	Perspectiva cambió a (+), afirmación	50-jun-06	
							BB+	Perspectiva cambió a (+), afirmación	21-jun-07	
Costa Rica	Nuevo		16-jul-97	Ba1	Nuevo	08-may-97	BBB-	Alza, perspectiva estable	22-jun-11	
	BB						BBB-	Afirmación, perspectiva estable	19-jun-12	
	BB+	Alza	12-jun-07	Baa3	Alza, perspectiva estable	09-sep-10	BB	Afirmación, perspectiva estable	11-may-98	
	BB	Afirmación, perspectiva estable	08-oct-07	Baa3	Afirmación, perspectiva estable	08-sep-11	BB	Perspectiva cambió a (-), afirmación	21-sep-00	
	BB	Afirmación, perspectiva estable	07-feb-11				BB	Afirmación, perspectiva estable	28-abr-03	
Cuba	NA			Caa1	Nuevo	05-abr-99	NA	Alza, perspectiva estable	04-mar-11	
				Caa1	Afirmación, perspectiva estable	28-feb-12	BB+	Afirmación, perspectiva estable	14-feb-12	
República Dominicana	B+	Nuevo	13-feb-97	B1	Nuevo	30-may-97	B+	Asignación	11-ago-03	
	BB-	Alza, estable	05-sep-01	Ba2	Alza, perspectiva estable	29-ago-01	B+	Pronóstico negativo	08-oct-03	
	B+	Rebaja, perspectiva (-)	09-jun-03	B1	Rebaja, perspectiva (-)	07-oct-03	B	Rebaja, pronóstico negativo	24-oct-03	
	B-	Rebaja, perspectiva (-)	01-oct-03	B2	Rebaja, perspectiva (-)	10-nov-03	CCC+	Rebaja, pronóstico negativo	30-ene-04	
	CCC	Rebaja, perspectiva (-)	18-dic-03	B3	Rebaja, perspectiva (-)	30-ene-04	C	Rebaja, pronóstico negativo	21-abr-05	
	CC	Rebaja, perspectiva (-)	02-feb-04	B3	Afirmación, perspectiva (-)	11-ago-04	D	Rebaja, cesación de pagos	05-may-05	
	SD	Rebaja, estable	10-feb-05	B3	Perspectiva cambió a estable	24-may-05	D	Cesación de pagos	11-may-05	
	B	Alza, estable	29-jun-05	B2	Alza, perspectiva estable	02-may-07	B-	Alza, perspectiva estable	19-jul-05	
	B+	Alza, perspectiva estable	04-sep-07	B1	Alza, perspectiva estable	22-abr-10	B	Alza, perspectiva estable	05-may-06	
	B+	Advertencia sobre situación crediticia (-)	08-feb-08	B1	Afirmación, perspectiva estable	10-oct-11	B	Perspectiva cambió a (+), afirmación	26-sep-06	
	B	Rebaja, perspectiva estable	23-dic-08				B	Perspectiva cambió a estable	25-sep-08	
	B	Perspectiva cambió a (+)	05-may-10				B	Perspectiva cambió a (+), afirmación	05-ene-11	
	B+	Alza, perspectiva estable	13-jun-11				B	Perspectiva cambió a (+), afirmación	11-dic-12	
	B+	Afirmación, perspectiva estable	27-abr-12					afirmación		
	Ecuador	SD	Nuevo	31-jul-00	B1	Nuevo	24-jul-97	CCC+	Asignación, perspectiva estable	08-nov-02
B-		Alza, estable	28-ago-00	B3	Rebaja	14-sep-98	CCC+	Perspectiva cambió a (+)	24-mar-03	
CCC+		Rebaja, perspectiva (-)	02-abr-01	Caa2	Rebaja	05-oct-99	CCC+	Perspectiva cambió a estable	26-sep-03	
B-		Alza, estable	24-ene-05	Caa1	Alza, estable	24-feb-04	B-	Alza, perspectiva estable	07-oct-04	
CCC+		Rebaja, estable	20-jun-05	Caa2	Perspectiva cambió a positiva	30-ene-06	B-	Perspectiva cambió a (-)	29-ago-05	

Cuadro VI.1 (continuación)

País	Standard & Poor's			Moody's			Fitch		
	Calificación	Medida	Fecha	Calificación	Medida	Fecha	Calificación	Medida	Fecha
	CCC	Rebaja, perspectiva cambió a (-)	19-ene-07	Caa2	Rebaja, perspectiva cambió a (-)	30-ene-07	CCC	Rebaja, advertencia sobre situación crediticia (-)	23-ene-07
	B-	Alza, perspectiva estable	20-nov-07	B2	Alza, estable	02-may-07	RD	Advertencia sobre situación crediticia (-)	17-nov-08
	CCC-	Rebaja, pronóstico negativo	14-nov-08	B3	Alza, estable	20-mar-08	CCC	Alza	04-sep-09
	SD	Rebaja, perspectiva retro	15-dic-08	Ca	Rebaja, perspectiva developing	16-dic-08	B-	Alza, perspectiva estable	05-nov-10
	CCC+	Alza, perspectiva cambió a estable	15-jun-09	Caa3	Alza, perspectiva cambió a estable	24-sep-09	B-	Afirmación, perspectiva estable	28-oct-11
	B-	Alza, perspectiva cambió a estable	02-ago-10	Caa2	Alza, perspectiva estable	01-feb-11	B-	Perspectiva cambió a (+)	24-oct-12
	B-	Perspectiva cambió a (+), afirmación	04-ago-11	Caa1	Alza, perspectiva estable	13-sep-12			
	B	Alza, perspectiva estable	07-jun-12						
El Salvador	BB	Nuevo	26-ago-96	Baa3	Nuevo	07-jul-97	BB	Asignación	23-sep-96
	BB+	Alza, estable	29-abr-99	Ba1	Rebaja, perspectiva cambió a (-)	15-nov-09	BB+	Alza, perspectiva estable	05-may-98
	BB	Rebaja, perspectiva cambió a estable	12-may-09	Ba2	Rebaja, perspectiva cambió a estable	24-mar-11	BB+	Perspectiva cambió a (-)	21-ago-02
	BB-	Rebaja, perspectiva estable	14-ene-11	Ba2	Afirmación, perspectiva estable	07-nov-11	BB+	Perspectiva cambió a, estable afirmación	31-ene-05
	BB-	Perspectiva cambió a (-), afirmación	21-dic-12	Ba3	Rebaja, perspectiva estable	05-nov-12	BB+	Perspectiva cambió a (-)	13-oct-08
							BB	Rebaja, perspectiva (-)	19-jun-09
							BB	Perspectiva cambió a estable, afirmación	29-jul-11
							BB	Perspectiva cambió a (-), afirmación	24-jul-12
Guatemala	BB	Nuevo	18-oct-01	Ba2	Nuevo	08-jul-97	BB+	Afirmación, perspectiva estable	19-jul-07
	BB-	Rebaja, perspectiva (-)	09-may-03	Ba1	Alza, perspectiva estable	01-jun-10	BB+	Afirmación, perspectiva estable	04-ago-11
	BB	Perspectiva cambió a (+), afirmación	06-jul-07				BB+	Afirmación, perspectiva estable	31-jul-12
	BB	Perspectiva cambió a (-), afirmación	02-sep-11						
	BB	Perspectiva cambió a estable, afirmación	06-sep-12						
Honduras	B+	Nuevo	08-oct-08	B2	Nuevo	29-sep-98	NA		
	B+	Pronóstico (-)	30-jun-09	B2	Afirmación, estable	13-jun-02			
	B	Rebaja, perspectiva estable	11-sep-09	B2	Afirmación, estable	21-jul-03			
	B	Perspectiva cambió a (+)	14-jun-11	B2	Afirmación, estable	28-dic-11			
	B+	Alza, perspectiva estable	07-jun-12						
Jamaica	B	Nuevo	09-nov-99	Ba3	Nuevo	30-mar-98	B+	Asignación, perspectiva estable	29-ago-06
	B	Perspectiva cambió a (+)	13-dic-00	Ba3	Afirmación, estable	18-may-00	B+	Afirmación, perspectiva estable	12-oct-07
	B+	Alza, estable	02-may-01	Ba3	Revisión (-)	17-abr-03	B	Rebaja, perspectiva (-)	18-nov-08
	B+	Afirmación, estable	19-mar-02	B1	Rebaja, estable	27-may-03	CCC	Rebaja, perspectiva (-)	24-nov-09
	B+	Afirmación, estable	18-jun-02	B1	Revisión (-)	04-nov-08	CCC	Afirmación, perspectiva (-)	14-ene-10
	B+	Perspectiva cambió a (-)	19-dic-02	B2	Rebaja, perspectiva estable	04-mar-09	CCC	Pronóstico negativo	03-feb-10
	B	Rebaja, perspectiva (-)	28-jul-03	Caa1	Rebaja, perspectiva (-)	18-nov-09	RD	Rebaja	03-feb-10
	B	Afirmación, estable	10-dic-04	B3	Alza, perspectiva estable	02-mar-10	B-	Alza, perspectiva estable	16-feb-10

Cuadro VI.1 (continuación)

País	Standard & Poor's			Moody's			Fitch		
	Calificación	Medida	Fecha	Calificación	Medida	Fecha	Calificación	Medida	Fecha
	B	Afirmación, estable	16-ene-06				B-	Afirmación, perspectiva estable	08-feb-11
	B	Afirmación, estable	07-mar-07				B-	Afirmación, perspectiva estable	06-feb-12
	B	Afirmación, estable	19-may-08						
	B	Perspectiva cambio a (-)	21-oct-08						
	B-	Rebaja, perspectiva (-)	18-mar-09						
	CCC	Rebaja, perspectiva (-)	02-nov-09						
	SD	Rebaja	14-ene-10						
	B-	Alza, perspectiva estable	24-feb-10						
	B-	Afirmación, perspectiva estable	22-dic-10						
	B-	Perspectiva cambio a (-)	31-oct-11						
	B-	Afirmación, perspectiva (-)	08-oct-12						
México	BB+	Nuevo	30-jul-92	Ba2	Nuevo	18-dic-90	BB	Asignación	30-ago-95
	BB	Rebaja, estable	10-feb-95	Ba1	Alza, perspectiva (+)	10-ago-99	BB	Pronóstico positivo	11-abr-00
	BB+	Alza, perspectiva (+)	10-mar-00	Baa3	Alza, estable	07-mar-00	BB+	Alza, perspectiva estable	03-may-00
	BBB-	Alza, estable	07-feb-02	Baa2	Alza, estable	06-feb-02	BB+	Perspectiva cambio a (+)	21-sep-00
	BBB	Alza, estable	31-ene-05	Baa1	Alza, estable	06-ene-05	BBB-	Alza, perspectiva estable	15-ene-02
	BBB+	Alza, perspectiva estable	08-oct-07	Baa1	Afirmación, perspectiva estable	18-ago-11	BBB	Alza, perspectiva estable	07-dic-05
	BBB	Afirmación, perspectiva estable	17-dic-10				BBB	Perspectiva cambio a (+), afirmación	29-mar-07
	BBB	Afirmación, perspectiva estable	09-jul-12				BBB+	Alza, perspectiva estable	19-sep-07
							BBB+	Perspectiva cambio a (-), afirmación	10-nov-08
							BBB	Rebaja, perspectiva cambio a estable	23-nov-09
							BBB	Afirmación, perspectiva estable	12-ene-11
							BBB	Afirmación, perspectiva estable	11-may-12
Nicaragua	NA			B2	Nuevo	27-mar-98	NA		
				Caa1	Rebaja, estable	30-jun-03			
				B3	Alza, perspectiva estable	26-may-10			
Panamá	BB+	Nuevo	22-ene-97	A	Nuevo	30-jun-58	BB+	Nuevo	08-sep-98
	BB+	Afirmación, estable	22-abr-97	X	Retiro	14-oct-77	BB+	Pronóstico positivo	14-feb-00
	BB+	Perspectiva cambio a (-)	10-dic-99	Aa	Reincorporación/alza	27-jun-78	BB+	Perspectiva cambio a estable	21-sep-00
	BB	Rebaja	20-nov-01	X	Retiro	11-nov-85	BB+	Pronóstico negativo	04-sep-02
	BB	Perspectiva cambio a (-)	10-mar-03	Ba1	Nuevo	22-ene-97	BB+	Perspectiva cambio a estable	03-dic-03
	BB	Perspectiva cambio a estable	18-feb-05	Ba1	Afirmación, estable	18-dic-01	BB+	Perspectiva cambio a (+)	29-ene-08
	BB	Perspectiva cambio a (+)	03-may-07	Ba1	Afirmación, estable	07-may-03	BBB-	Alza, perspectiva (+)	23-mar-10
	BB+	Alza, perspectiva estable	26-feb-08	Ba1	Revisión	12-feb-10	BBB	Alza, perspectiva estable	02-jun-11

Cuadro VI.1 (continuación)

País	Standard & Poor's			Moody's			Fitch		
	Calificación	Medida	Fecha	Calificación	Medida	Fecha	Calificación	Medida	Fecha
Paraguay	BB+	Perspectiva cambió a (+)	09-nov-09	Baa3	Alza, perspectiva estable	09-jun-10	BBB	Afirmación, perspectiva estable	31-may-12
	BBB-	Alza, perspectiva estable	25-may-10	Baa3	Perspectiva cambió a (+)	04-ago-11			
	BBB-	Perspectiva cambió a (+)	21-jul-11	Baa2	Alza, perspectiva estable	31-oct-12			
	BBB-	Alza, perspectiva estable	02-jul-12						
	BB-	Nuevo	23-oct-95	B2	Nuevo	13-jul-98	NA		
	B+	Rebaja, perspectiva (-)	03-feb-99	Caa1	Rebaja, estable	28-abr-03			
	B	Rebaja, perspectiva (-)	25-jun-99	B3	Alza, perspectiva estable	09-abr-08			
	B-	Rebaja, perspectiva (-)	27-nov-02	B1	Alza, perspectiva estable	02-dic-10			
	SD	Rebaja, perspectiva (-)	13-feb-03	B1	Afirmación, perspectiva estable	02-nov-12			
	B-	Alza, perspectiva to estable	26-jul-04						
B	Alza, perspectiva estable	04-jun-07							
B+	Alza, perspectiva cambió a (+)	23-ago-10							
BB-	Alza, perspectiva estable	30-ago-11							
BB-	Advertencia sobre situación crediticia (-)	25-jun-12							
BB-	Afirmación, perspectiva cambió a estable	29-ago-12							
Perú	BB	Nuevo	18-dic-97	B2	Nuevo	05-feb-96	BB	Nuevo	14-oct-99
	BB-	Rebaja, estable	01-nov-00	Ba3	Alza, estable	27-mar-98	BB	Pronóstico negativo	08-nov-00
	BB	Alza, estable	08-jun-04	B2	Alza, estable	07-sep-04	BB-	Rebaja, perspectiva (-)	18-abr-01
	BB+	Alza, perspectiva estable	20-nov-06	Ba3	Perspectiva cambió a (+)	07-nov-06	BB-	Perspectiva estable	29-abr-02
	BBB-	Alza, perspectiva estable	14-jul-08	Ba2	Alza, perspectiva cambió a estable	16-jul-07	BB-	Perspectiva cambió a (-)	21-ago-02
	BBB	Alza, perspectiva estable	30-ago-11	Ba1	Alza, perspectiva cambió a estable	19-ago-08	BB-	Perspectiva estable	22-oct-03
	BBB	Perspectiva cambió a (+), afirmación	28-ago-12	Baa3	Alza, perspectiva cambió a estable	16-dic-09	BB-	Perspectiva cambió a (+)	04-jun-04
				Baa3	Afirmación, perspectiva (+)	21-mar-11	BB	Alza, perspectiva estable	18-nov-04
				Baa3	Afirmación, perspectiva (+)	02-jul-12	BB	Perspectiva cambió a (+)	04-nov-05
				Baa2	Alza, perspectiva (+)	16-ago-12	BB+	Alza, perspectiva estable	31-ago-06
							BB+	Perspectiva cambió a (+), afirmación	06-mar-07
							BBB-	Alza, perspectiva estable	02-abr-08
							BBB-	Perspectiva cambió a (+)	02-jun-10
							BBB-	Afirmación, perspectiva (+)	27-jul-11
							BBB	Alza, perspectiva estable	10-nov-11
						BBB	Afirmación, perspectiva estable	09-nov-12	
Suriname	B-	Nuevo	11-ene-02	B1	Nuevo	03-feb-04	B	Nuevo	18-jun-04
	B-	Perspectiva cambió a (+)	29-may-02	Ba3	Alza, perspectiva (+)	14-ago-12	B	Perspectiva cambió a (+)	20-oct-09
	B-	Afirmación, estable	28-jul-03				B+	Alza, perspectiva estable	29-jul-11

Cuadro VI.1 (continuación)

País	Standard & Poor's				Moody's				Fitch	
	Calificación	Medida	Fecha	Calificación Medida	Calificación Medida	Fecha	Calificación Medida	Fecha		
B- B B+ B+ BB- BB-	Perspectiva cambió a (+)		09-nov-05							
	Alza, perspectiva (+)		11-dic-06							
	Alza, estable		16-nov-07							
	Perspectiva cambió a (+)		22-dic-09							
	Alza, estable		19-ago-11							
	Afirmación, estable		30-abr-12							
									10-jul-12	
San Vicente y las Granadinas				B1	Nuevo				10-dic-07	
Trinidad y Tabago	BB+	Nuevo	14-mar-96	Ba2	Nuevo	08-feb-93	NA			
	BBB-	Alza, estable	13-sep-99	Ba1	Alza	10-oct-95				
	BBB-	Perspectiva cambió a (+)	26-feb-02	Ba1	Revisión (+)	11-ene-00				
	BBB	Alza, estable	02-abr-03	Baa3	Alza	06-abr-00				
	BBB+	Alza, perspectiva (+)	16-jun-04	Baa2	Alza, estable	09-ago-05				
	A-	Alza, estable	21-jul-05	Baa1	Alza, estable	13-jul-06				
	A-	Afirmación, estable	17-ago-06							
	A-	Perspectiva cambió a (+)	27-sep-07							
	A	Alza, perspectiva estable	15-ago-08							
	A	Afirmación, perspectiva estable	14-ene-11							
	A	Afirmación, perspectiva estable	16-dic-11							
	A	Afirmación, perspectiva estable	21-dic-12							
	Uruguay	BB+	Nuevo	14-feb-94	Ba1	Nuevo	15-oct-93	BB+	Nuevo	18-ene-95
	BBB-	Alza	18-jun-97	Baa3	Alza	10-jun-97	BB+	BB+	Pronóstico positivo	14-ene-97
BBB-	Rebaja, perspectiva (-)	14-feb-02	Ba2	Rebaja	03-may-02	BBB-	BBB-	Alza	23-ene-97	
BB-	Rebaja, perspectiva (-)	14-may-02	B1	Rebaja	10-jul-02	BBB-	BBB-	Afirmación, perspectiva estable	21-sep-00	
B-	Rebaja, perspectiva (-)	26-jul-02	B3	Rebaja	31-jul-02	BBB-	BBB-	Perspectiva cambió a (-)	23-jul-01	
B-	Rebaja, perspectiva (-)	21-nov-02	B1	Alza, perspectiva estable	21-dic-06	BB+	BB+	Rebaja, perspectiva negativa	13-mar-02	
CCC	Rebaja, perspectiva (-)	11-feb-03	Ba3	Alza, perspectiva estable	12-ene-09	B+	B+	Rebaja, pronóstico negativo	28-may-02	
CC	Rebaja, perspectiva (-)	10-abr-03	Ba1	Alza, perspectiva estable	08-dic-10	B	B	Rebaja, perspectiva negativa	30-jul-02	
SD	Rebaja, estable	16-may-03	Ba1	Perspectiva cambió a (+)	26-ene-12	B-	B-	Rebaja, perspectiva negativa	07-ene-03	
B-	Alza, estable	02-jun-03	Baa3	Alza, perspectiva (+)	31-jul-12	CCC-	CCC-	Rebaja, perspectiva negativa	12-mar-03	
B	Alza, estable	21-jul-04				C	C	Rebaja	10-abr-03	
B+	Alza, estable	28-sep-06				D	D	Rebaja	16-may-03	
BB-	Alza	12-jun-07				B-	B-	Alza, perspectiva estable	17-jun-03	
BB-	Alza, perspectiva estable	22-jul-08				B	B	Alza, perspectiva estable	29-mar-04	

Cuadro VI.1 (conclusión)

País	Standard & Poor's			Moody's			Fitch		
	Calificación	Medida	Fecha	Calificación	Medida	Fecha	Calificación	Medida	Fecha
Venezuela (República Bolivariana de)	BB	Alza, perspectiva estable	06-sep-10				B+	Alza, perspectiva estable	07-mar-05
	BB+	Alza, perspectiva estable	25-jul-11				B+	Perspectiva cambió a (+)	24-may-06
	BBB-	Alza, perspectiva estable	03-abr-12				BB-	Alza, perspectiva estable	27-jul-07
							BB-	Perspectiva cambió a (+)	13-Jul-09
							BB	Alza, perspectiva cambió a (+)	27-jul-10
							BB+	Alza, perspectiva estable	14-jul-11
							BB+	Perspectiva cambió a (+), afirmación	24-abr-12
							Nuevo		15-sep-97
							BB-	Pronóstico negativo	02-sep-99
							BB-	Afirmación	15-may-00
							BB-	Afirmación, perspectiva estable	21-sep-00
							BB-	Perspectiva cambió a (-)	18-dic-01
						B+	Rebaja, perspectiva negativa	06-feb-02	
						B	Rebaja, perspectiva negativa	28-jun-02	
						CCC+	Rebaja, perspectiva negativa	10-ene-03	
						B-	Alza, perspectiva estable	23-jun-03	
						B+	Alza, perspectiva estable	20-sep-04	
						BB-	Alza, perspectiva estable	14-nov-05	
						BB-	Perspectiva cambió a (-)	18-oct-07	
						B+	Rebaja, perspectiva estable	15-dic-08	
						B+	Afirmación, perspectiva estable	11-abr-11	
						B+	Afirmación, perspectiva estable	12-oct-11	
						B+	Perspectiva cambió a (-), afirmación	04-abr-12	
						Nuevo			
						Aaa		29-dic-76	
						Aa		04-feb-83	
						X		25-mar-83	
						Ba3		03-jun-87	
						Ba1		07-aug-91	
						Ba2		08-abr-94	
						B1		22-jul-98	
						B2		03-sep-98	
						B3		20-sep-02	
						Caa1		21-ene-03	
						B2		07-sep-04	
						B2		15-ene-09	
						B2		13-mar-12	
						B-			
						B-			
						SD			
						B+			
						BB-			
						B+			
						B+			
						B+			

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) sobre la base de información de Fitch, Moody's y Standard & Poor's.
 Nota: Las calificaciones crediticias más actuales (a partir de fines de 2012) se indican en rojo.

Cuadro VI.2
ESCALA DE LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS

	Fitch	Puntuación	Moody's	Puntuación	S&P	Puntuación
Grado de inversión superior	AAA	22	Aaa	22	AAA	22
	AA+	21	Aa1	21	AA+	21
	AA	20	Aa2	20	AA	20
	AA-	19	Aa3	19	AA-	19
	A+	18	A1	18	A+	18
	A	17	A2	17	A	17
	A-	16	A3	16	A-	16
Grado de inversión inferior	BBB+	15	Baa1	15	BBB+	15
	BBB	14	Baa2	14	BBB	14
	BBB-	13	Baa3	13	BBB-	13
Grado especulativo	BB+	12	Ba1	12	BB+	12
	BB	11	Ba2	11	BB	11
	BB-	10	Ba3	10	BB-	10
Grado especulativo inferior	B+	9	B1	9	B+	9
	B	8	B2	8	B	8
	B-	7	B3	7	B-	7
	CCC+	6	Caa1	6	CCC+	6
	CCC	5	Caa2	5	CCC	5
	CCC-	4	Caa3	4	CCC-	4
	CC	3	Ca	3	CC	3
	C	2	C	2	C	2
Incumplimiento	RD	1		1	SD	1
	D	0		0	D	0

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de las calificaciones de Fitch, Moody's y Standard & Poor's.

B. Las calificaciones crediticias de la deuda soberana y su impacto en los diferenciales

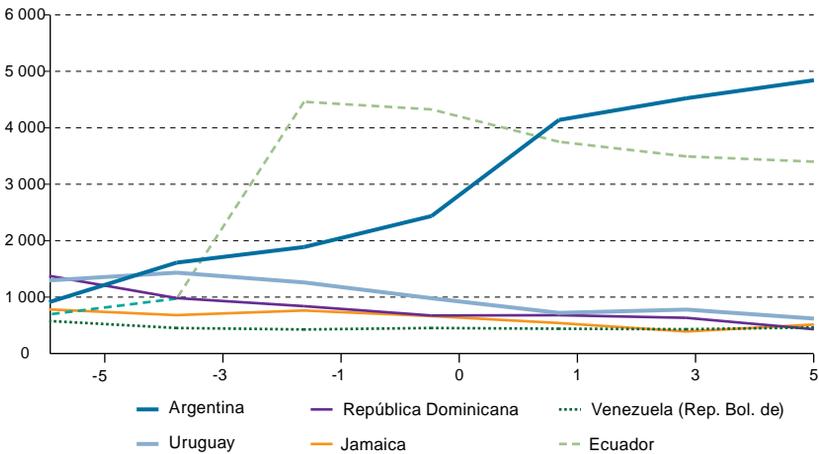
En líneas generales, las tendencias de las calificaciones crediticias en América Latina se ajustaron al ciclo económico de la década de 1990, bajando durante la crisis del peso mexicano (1994), subiendo en 1995-1997 y bajando bruscamente en 1998 y 1999. Algo parecido ocurrió también en la década de 2000, cuando las calificaciones mejoraron de modo considerable durante los años del *boom* (2003-2007), empeoraron momentáneamente durante la crisis financiera mundial y luego retomaron una tendencia positiva (véase el gráfico VI.1 en el apartado anterior).

La relación entre las calificaciones crediticias y los diferenciales es negativa. Cuando mejora la solvencia de un país, cabe esperar que disminuya el riesgo país, medido por los diferenciales de deuda; si la solvencia de

un país se deteriora, cabe esperar que el riesgo país suba, medido también por los diferenciales de deuda. No obstante, no es fácil determinar la causalidad de esta relación inversa. ¿Responde el comportamiento de los diferenciales a los cambios de las calificaciones crediticias, o son estas las que responden a los cambios de los diferenciales? ¿Actúan las agencias de calificación crediticia en respuesta a diferenciales que se vuelven excesivamente bajos o altos?

Gaillard (2009) analiza las interacciones entre los diferenciales del EMBIG de J.P. Morgan y las calificaciones de la deuda soberana concedidas por Fitch, Moody's y Standard & Poor's desde diciembre de 1993 hasta febrero de 2007. Empleando una estimación con datos de panel desbalanceado, el autor establece que, más allá de la obvia relación negativa entre diferenciales y calificaciones, Moody's discrepa con el mercado más a menudo que Fitch y Standard & Poor's. Los resultados muestran que, en general, las calificaciones crediticias son muy estables: el 87% de las calificaciones (el promedio de las tres agencias) se mantienen invariables un mes después de que los diferenciales registren niveles excesivamente altos o bajos, y el 77% de las calificaciones siguen sin variar al cabo de tres meses. Gaillard también encuentra que las calificaciones crediticias son asimétricas, ya que las agencias son más reacias a subir la calificación cuando los diferenciales son excesivamente bajos que a bajarlas cuando son excesivamente altos.

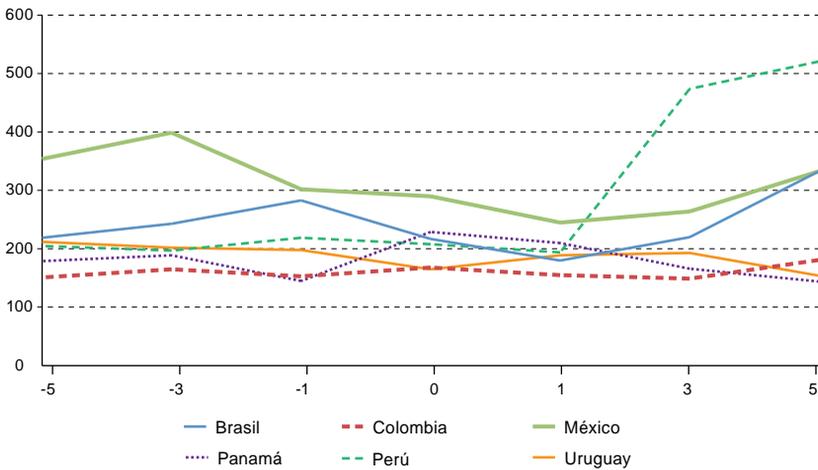
Gráfico VI.4
DIFERENCIALES EMBIG ANTES Y DESPUÉS DE UNA REBAJA DE S&P'S
A INCUMPLIMIENTO SELECTIVO
(Diferenciales medidos en puntos básicos uno, tres y cinco meses antes y después)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de Standard & Poor's y del Índice de bonos de mercados emergentes de J.P. Morgan (EMBIG).
Nota: Los países de la muestra son: Argentina (fecha del anuncio del incumplimiento selectivo: 6 de noviembre de 2001), Ecuador (15 de diciembre de 2008), Jamaica (14 de enero de 2010), República Dominicana (1 de febrero de 2005), Uruguay (16 de mayo de 2003) y Venezuela (República Bolivariana de) (18 de enero de 2005).

En los gráficos VI.4 y VI.5 se resume el comportamiento de los diferenciales del EMBIG de J.P. Morgan durante seis rebajas de S&P's a incumplimiento selectivo y seis ascensos a grado de inversión por parte de la misma agencia en América Latina y el Caribe. En tres de las seis rebajas, los diferenciales ya habían empezado a subir tres meses antes de que dicho cambio se anunciara, y esto sugiere que la agencia de calificación crediticia se quedó a la zaga del mercado en su respuesta en esos casos.

Gráfico VI.5
 DIFERENCIALES EMBIG ANTES Y DESPUÉS DE UN ASCENSO
 A GRADO DE INVERSIÓN POR S&P'S
 (Diferenciales medidos en puntos básicos; uno, tres y cinco meses antes y después)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de Standard & Poor's y del Índice de bonos de mercados emergentes global de J.P. Morgan (EMBIG).

Nota: Los países de la muestra son: Brasil (anuncio de la calificación grado de inversión: 20 de abril de 2008), Colombia (16 de marzo de 2011), México (7 de febrero de 2002), Panamá (25 de mayo de 2010) y Perú (14 de julio de 2008).

En el caso de los ascensos a grado de inversión, en dos casos los diferenciales ya se movían a la baja tres meses antes del anuncio. En cuatro de los seis ascensos a grado de inversión, los diferenciales comenzaron a moverse a la baja un mes antes del anuncio (véase el cuadro VI.3). Sin embargo, después del anuncio de las rebajas de calificación, los diferenciales se movieron en la dirección esperada (hacia arriba) en solo uno de los seis casos. En el caso de los ascensos, los diferenciales se movieron en la dirección esperada (hacia abajo) en cinco de los seis casos un mes después del anuncio, y en dos de los seis casos tres meses después.

Cuadro VI.3
REBAJAS A INCUMPLIMIENTO SELECTIVO
Y ASCENSOS A GRADO DE INVERSIÓN
(*Standard & Poor's*)

Noviembre 2001 - Abril 2012			
A) ¿Ya se movía el mercado en la dirección sugerida por la rebaja de S&P's a incumplimiento selectivo antes de que la medida se anunciara?			
	S	N	No concluyente
3 meses	3	3	-
1 mes	3	3	-
B) ¿Avanzó el mercado en la dirección esperada después del anuncio?			
	S	N	No concluyente
1 mes	1	4	1
3 meses	1	5	-
A) ¿Ya se movía el mercado en la dirección sugerida por el ascenso de S&P's a grado de inversión antes de que la medida se anunciara?			
	S	N	No concluyente
3 meses	2	4	-
1 mes	4	2	-
B) ¿Avanzó el mercado en la dirección esperada después del anuncio?			
	S	N	No concluyente
1 mes	5	1	-
3 meses	2	4	-
Resumen de 12 medidas			
A) ¿Ya se movía el mercado en la dirección sugerida por los anuncios de S&P's antes del anuncio?			
	S	N	No concluyente
3 meses	5	7	-
1 mes	7	5	-
B) ¿Avanzó el mercado en la dirección esperada después del anuncio?			
	S	N	No concluyente
1 mes	6	5	1
3 meses	3	9	-

Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de anuncios de Standard & Poor's y del diferencial del Índice de bonos de mercados emergentes de J.P. Morgan (EMBIG).

Los dos casos en que la agencia parece haber liderado el mercado son la rebaja de la Argentina a incumplimiento selectivo en noviembre de 2001 y el ascenso de Panamá a la categoría de grado de inversión en mayo de 2010. En el primer caso, los diferenciales continuaron subiendo uno, tres y cinco meses después de que se anunciara la decisión; en el segundo, los diferenciales continuaron bajando uno, tres y cinco meses después del anuncio de la medida. En otros casos, cuando el mercado se movió en la dirección del cambio, o bien los diferenciales avanzaron en la dirección del cambio en el primer mes y ya empezaron a moverse en la dirección opuesta tres meses después, o no reaccionaron dentro del primer mes del cambio, sino solo después de transcurrido un lapso de tiempo. Por tanto, es difícil determinar si el cambio se debió al anuncio de la calificación crediticia o a algún otro factor.

El cambio de tendencia de los diferenciales latinoamericanos antes o después del anuncio de una nueva calificación puede aclarar si las agencias de calificación estaban liderando a los mercados a la hora de poner precio al riesgo o si solamente seguían el ciclo económico de la región sin añadir más información de la que el mercado ya poseía antes de que anunciaran sus decisiones. En general, en los 12 casos examinados las agencias de calificación crediticia no parecieron añadir más información de la que el mercado ya tenía antes del cambio de las calificaciones. Los diferenciales ya se movían en la dirección que el cambio de calificación habría sugerido en el 42% de los casos tres meses antes del anuncio, y en el 58% de los casos un mes antes de que se diera a conocer la nueva calificación. De hecho, en más del 42% de los casos, los diferenciales avanzaron en la dirección contraria un mes después del anuncio, y tres meses después en el 75% de los casos.

Esto no es, por supuesto, un ejercicio exhaustivo, dado que se han seleccionado solo algunas medidas específicas y un número reducido de países y dado que se han estudiado las decisiones de una sola agencia de calificación. No obstante, sirve para ilustrar que, aunque las calificaciones crediticias y los diferenciales son interdependientes, como concluye Gaillard (2009), sus movimientos no son necesariamente sincronizados.

Capítulo VII

Un acceso desigual: una mirada más cercana a Centroamérica y el Caribe

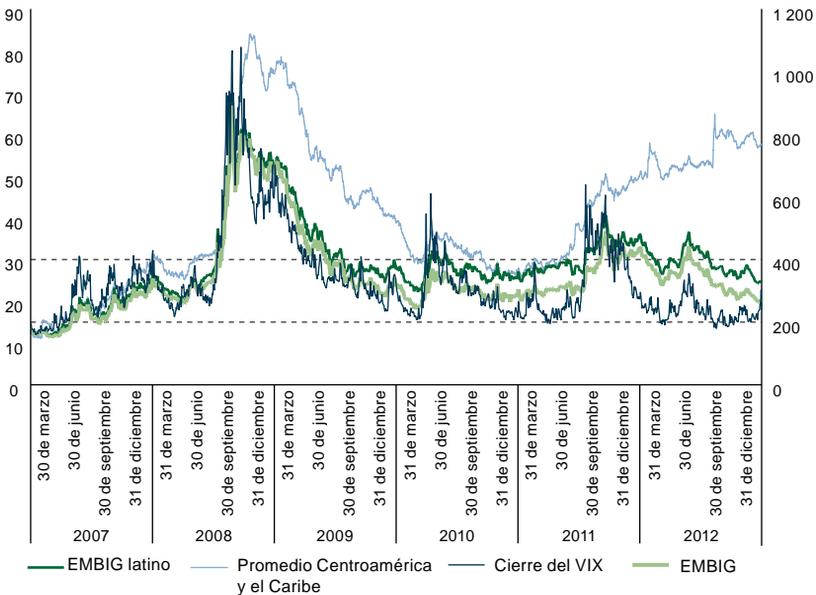
Tal como se ha analizado en los capítulos anteriores, el acceso a los mercados internacionales de capital y los flujos de capital privado hacia América Latina y el Caribe aumentaron de manera considerable en los últimos 20 años. Sin embargo, no todos los países se han endeudado con la misma frecuencia, o en las mismas condiciones, que algunas de las economías de mayor tamaño de la región. En su mayor parte, el acceso a los mercados internacionales de capital es más limitado y costoso para algunos países de Centroamérica y el Caribe que para otros países de América Latina, pues enfrentan limitaciones importantes a la hora de atraer capital internacional. El pequeño tamaño de esos países, que implica una estrecha gama de actividades económicas y economías de escala limitadas, así como la vulnerabilidad a los choques económicos, son algunos de los factores que obstaculizan el acceso a los mercados internacionales.

La vulnerabilidad tiende a aumentar durante los períodos de conmociones externas y de turbulencias financieras. Durante la crisis financiera mundial de 2008, y también durante algunos períodos más recientes de aumento en la volatilidad, algunos países de Centroamérica y el Caribe parecen haber sentido un impacto más fuerte que el resto de la región, con mayores aumentos de los diferenciales de la deuda soberana y rebajas más marcadas de sus calificaciones de riesgo crediticio.

En 2008, la agitación financiera de los mercados desarrollados llevó a los inversores a liquidar sus tenencias de activos de América Latina y el Caribe, y por ese motivo los costos del endeudamiento para los gobiernos de la región ascendieron a niveles no vistos en los seis años anteriores. En la región, el colapso de los mercados financieros mundiales se dejó sentir a través de una desaceleración de las entradas de capital, con importantes caídas de los índices bursátiles, considerables ajustes de la moneda y un aumento de los diferenciales de la deuda.

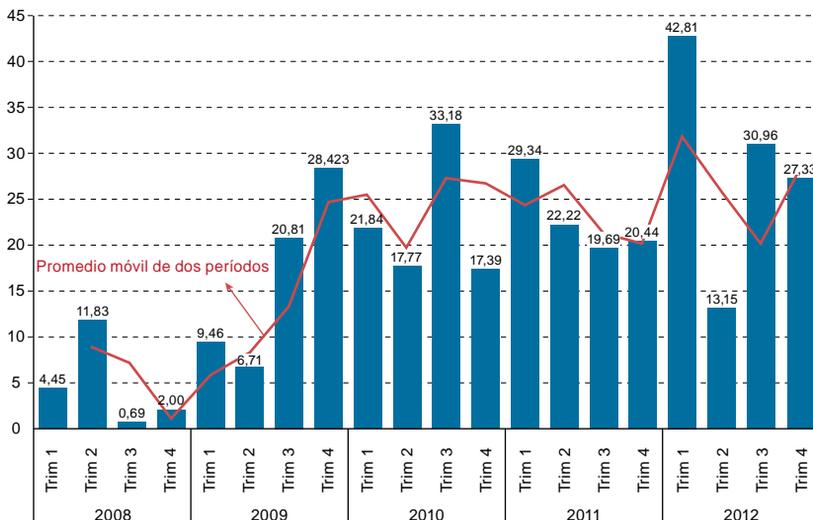
Sin embargo, y a diferencia de lo ocurrido en períodos anteriores de caída de la economía, América Latina y el Caribe mostró más resistencia y alcanzó una recuperación más vigorosa. El componente latino del EMBIG de J.P. Morgan aumentó marcadamente desde mediados de septiembre hasta fines de 2008, si bien luego comenzó a registrar una tendencia a la baja y solo subió durante períodos de volatilidad más alta (véase el gráfico VII.1). Las emisiones internacionales de deuda en la región repuntaron en el primer trimestre de 2009 tras un paréntesis en la segunda mitad de 2008, y han mantenido el ritmo de actividad desde entonces (véase el gráfico VII.2).

Gráfico VII.1
ÍNDICE EMBIG DE J.P. MORGAN E ÍNDICE DE VOLATILIDAD DE LA BOLSA DE OPCIONES DE CHICAGO, 2007-2012
(Escala izquierda: en puntos básicos; escala derecha: cierre del VIX)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información del Índice de bonos de mercados emergentes de J.P. Morgan (EMBI) y de la Bolsa de Opciones de Chicago (CBOE) [en línea] www.cboe.com/micro/vix/historical.aspx.

Gráfico VII.2
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE:
EMISIONES TRIMESTRALES DE DEUDA, 2008-2012
(En miles de millones de dólares)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de LatinFinance, J.P. Morgan y Bank of America/Merrill Lynch.

Así y todo, en Centroamérica y el Caribe, la recuperación posterior a la crisis parece débil comparada con la del conjunto de la región. La medida de las diferenciales para Centroamérica y el Caribe, medidos por el EMBIG, subió más bruscamente durante la crisis, y la brecha relativa a la media para de la región se mantuvo en el período posterior a la crisis; de hecho, se ensanchó desde septiembre de 2011 hasta diciembre de 2012 (véase el gráfico VII.1). Además, la calificación de riesgo crediticio acusó un mayor impacto negativo, y a fines de 2012, la participación de Centroamérica y Caribe en el total de las emisiones de deuda de la región aún no se había recuperado.

Los apartados siguientes se centran en la trayectoria de los diferenciales y las emisiones de bonos, así como en la calidad del crédito, durante la crisis financiera mundial de 2008 y el período posterior a la crisis. El comportamiento de los diferenciales de los bonos y de las emisiones de deuda en dicho período confirma la noción de afirmar que el acceso a los mercados internacionales de bonos por parte de las economías más pequeñas y vulnerables tiende a ser más esporádico y más costoso que para las economías más grandes. Los países de Centroamérica y el Caribe resultaron más afectados durante la crisis, y a fines de 2012 todavía no habían recuperado la posición anterior.

La tendencia hacia la apertura financiera volvió a cobrar ímpetu en la década de 1990. Fue generalizada y constatable en todas las subregiones, aunque menos intensa en el Caribe. Empleando el índice de apertura financiera Chinn-Ito, en CEPAL (2012) se muestra que, para el conjunto de la región, a mediados de la década de 1990 el índice había superado los niveles de la década de 1970; sin embargo, la apertura financiera del Caribe no recuperó hasta la década de 2000 los niveles de la década de 1970. A fines de la década de 2000, las economías de América Latina y el Caribe habían alcanzado el grado más alto de apertura de las cuentas financieras de todos las economías en desarrollo, y en Centroamérica y la República Dominicana los índices se acercaban a los de las economías desarrolladas. Esa creciente apertura financiera llegó acompañada de un aumento de los activos en monedas extranjeras de la región, que aumentaron hasta representar el 18% del PIB en América del Sur, el 15% en Centroamérica y México, y el 17% en el Caribe¹.

Los bonos fueron unos de esos activos en monedas extranjeras. En lo que respecta al tamaño, las emisiones totales de bonos de 2003-2011 representaron el 5% del PIB en el Caribe en promedio, el 4% en Centroamérica y el 2% en América del Sur y México. Como parte de las reservas internacionales totales durante el mismo período, las emisiones de bonos representaron más del 50% de las reservas internacionales en el Caribe, en promedio, el 37% en Centroamérica y el 14% en América del Sur y México².

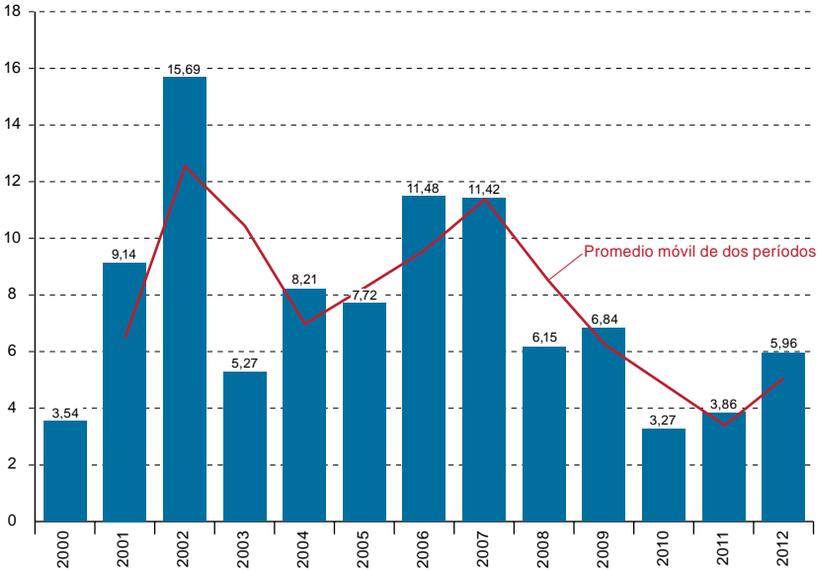
A. Nuevas emisiones de deuda

El volumen de las emisiones internacionales de deuda en América Latina y el Caribe aumentó considerablemente en la última década, pasando de 40.000 millones de dólares en 2000 a la cifra récord de 114.500 millones en 2012. Pese al récord de emisiones en la región desde 2009, a finales de 2012 las emisiones de deuda por países de Centroamérica y el Caribe como parte del total regional aún no se habían recuperado de la crisis financiera mundial (véase el gráfico VII.3). En 2010 y 2011, ese porcentaje alcanzó su nivel más bajo desde 2000, ofreciendo más evidencia de que las pequeñas economías de la región enfrentaron dificultades para volver a los niveles anteriores a la crisis. El porcentaje aumentó ligeramente en 2012.

¹ Véase CEPAL (2012, capítulo III, pág. 106).

² Los datos incluyen las emisiones de deuda soberana y de deuda corporativa (véase el cuadro IV.1 en el capítulo IV). Los países del Caribe que emitieron deuda en los mercados internacionales de bonos en 2003-2011 incluyen Bahamas, Barbados, Jamaica, la República Dominicana y Trinidad y Tabago. En los países de Centroamérica se incluye Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras y Panamá. Los países de América del Sur incluyen a la Argentina, el Brasil, Bolivia (Estado Plurinacional de), Chile, Colombia, el Paraguay, el Perú, el Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de). América del Sur y México aparecen agrupados juntos.

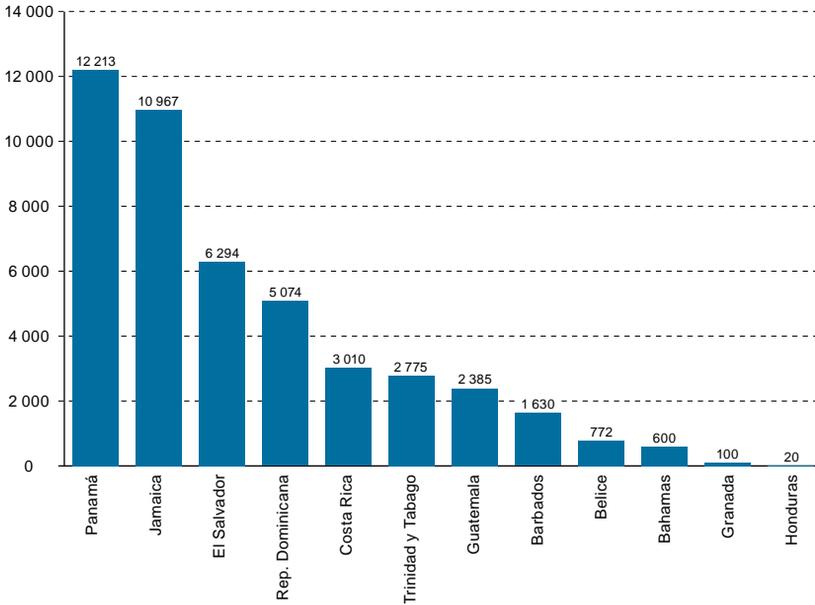
Gráfico VII.3
CENTROAMÉRICA Y EL CARIBE:
EMISIONES COMO PORCENTAJE DEL TOTAL REGIONAL, 2000-2012
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de LatinFinance, J.P. Morgan y Bank of America/Merrill Lynch.

Las emisiones de los países de Centroamérica y el Caribe representaron alrededor del 7% del total de la región en 2000-2012, con un importe total de 45.841 millones de dólares. El principal emisor fue Panamá, con un total de 12.213 millones, es decir, el 27% del total de las emisiones de Centroamérica y el Caribe (véanse los gráficos VII.4 y VII.5). A Panamá le siguieron Jamaica, con 10.967 millones de dólares y el 24% del total; El Salvador, con 6.294 millones de dólares y el 14% del total; la República Dominicana, con 5.074 millones y el 11% del total; Costa Rica, con 3.010 millones y el 7% del total, y Trinidad y Tabago, con 2.775 millones de dólares y el 6% del total. Juntos, los seis principales emisores representaron casi el 90% del total de deuda emitida —tanto soberana como corporativa— en Centroamérica y el Caribe.

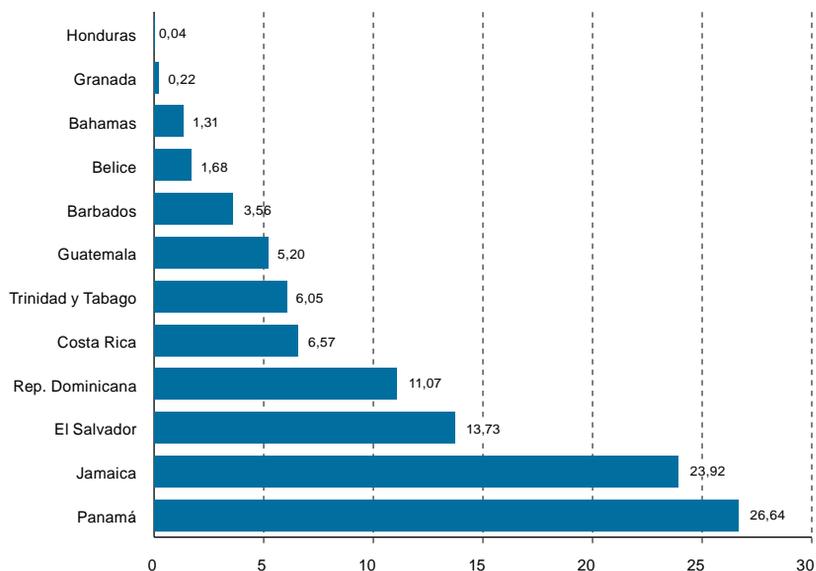
Gráfico VII.4
CENTROAMÉRICA Y EL CARIBE: EMISIONES POR PAÍS, 2000-2012
(En millones de dólares)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de LatinFinance, J.P. Morgan y Bank of America/Merrill Lynch.

Una de las tendencias del financiamiento por medio de deuda en la última década, tal como hemos visto en los capítulos anteriores, fue un cambio en el financiamiento externo de deuda soberana a deuda corporativa y bancaria. Los países de Centroamérica y el Caribe reflejaron esa tendencia, con un porcentaje de emisiones de bonos corporativos en aumento después de 2004 (exceptuando 2008, año en que se inició la crisis financiera mundial). No obstante, tras un aumento en 2009, las emisiones de deuda corporativa y las emisiones totales volvieron a disminuir en 2011, a medida que los países se enfrentaban a un entorno externo difícil para el crecimiento económico en el período posterior a la crisis. La crisis financiera global intensificó los desequilibrios fiscales ya existentes en varios de los países de Centroamérica y Caribe, pues los gobiernos intentaron estabilizar las economías nacionales mediante paquetes de estímulos fiscales que condujeron a un incremento de los gastos públicos mayor que el crecimiento de los ingresos. En el resto de la región se verificó la tendencia contraria, es decir, la deuda corporativa y el total emitido aumentaron marcadamente en 2010 y 2011. En 2012, las emisiones de Centroamérica y el Caribe siguieron el patrón del resto de la región y registraron un aumento tanto en lo que respecta a la deuda corporativa como al total de nuevas emisiones.

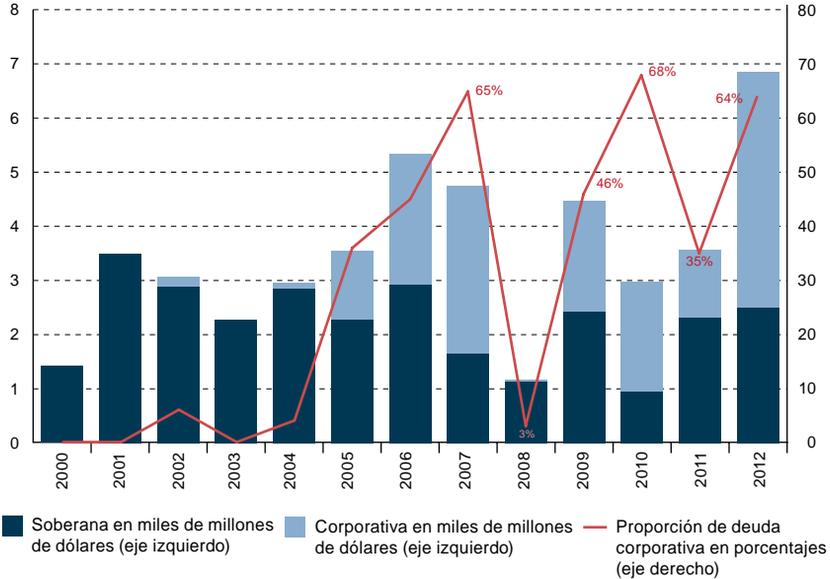
Gráfico VII.5
CENTROAMÉRICA Y EL CARIBE: PORCENTAJES POR PAÍS, 2000-2012
(En porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de LatinFinance, J.P. Morgan y Bank of America/Merrill Lynch.

En 2007, las emisiones de deuda corporativa de Centroamérica y el Caribe representaron el 65% del total emitido, superando por primera vez a las emisiones de deuda soberana. La tendencia a una mayor proporción de emisiones corporativas quedó interrumpida cuando se inició la crisis financiera mundial de 2008 y 2009. Tras una caída espectacular de las emisiones corporativas y del total de deuda emitido, la proporción de emisiones corporativas reanudó su tendencia al alza. En 2010, las emisiones de deuda corporativa volvieron a superar a las de deuda soberana, alcanzando un porcentaje del total sin precedentes (68%) (véase el gráfico VII.6). Esta tendencia volvió a interrumpirse nuevamente en 2011, cuando el contexto externo se deterioró seriamente en la segunda mitad del año y la proporción de deuda corporativa cayó al 35%. Se recuperó en 2012, año en que representó el 64% del total.

Gráfico VII.6
CENTROAMÉRICA Y EL CARIBE: EMISIONES DE DEUDA SOBERANA
Y DE DEUDA CORPORATIVA, 2000-2012
(En miles de millones de dólares y porcentajes)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de LatinFinance, J.P. Morgan y Bank of America/Merrill Lynch.

B. Los diferenciales de la deuda soberana

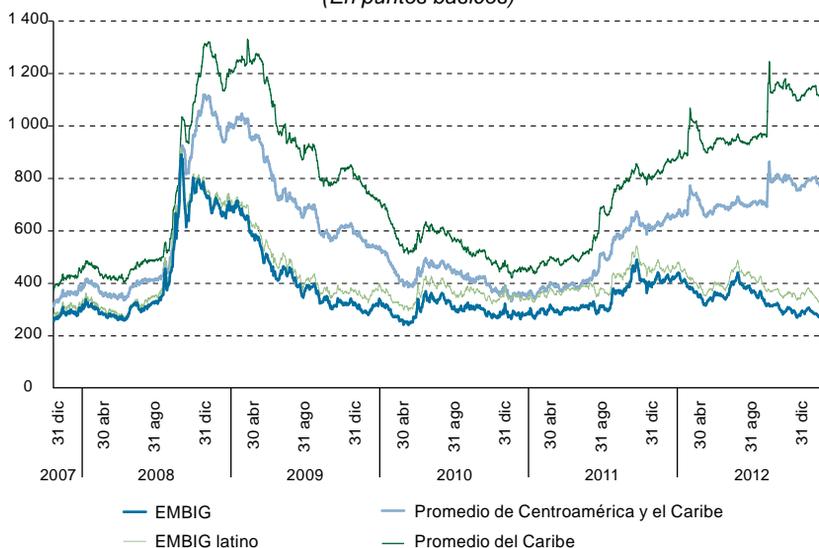
Tras el colapso de los mercados financieros en septiembre de 2008, los diferenciales de la deuda de América Latina, medidos por el EMBIG, aumentaron 238 puntos básicos entre septiembre y octubre de 2008, pero los de las economías de Centroamérica y el Caribe experimentaron un impacto mucho más fuerte. En promedio, los diferenciales EMBIG para los países de esas regiones (sin incluir Panamá) aumentaron 433 puntos básicos, casi el doble del promedio latinoamericano.

El componente latino aumentó 423 puntos básicos desde fines de agosto hasta fines de noviembre de 2008, frente a 571 puntos básicos para Centroamérica y el Caribe y 628 solo para el Caribe. Desde entonces se ha reducido 439 puntos básicos (de los 765 puntos básicos de fines de noviembre de 2008 a los 326 de fines de diciembre de 2012), recuperándose con creces del aumento que experimentó durante la crisis. En comparación, los diferenciales para Centroamérica y el Caribe se redujeron 218 puntos

básicos en el mismo período, y solo 14 puntos básicos para el Caribe³. Si bien a fines de 2012 los diferenciales se habían recuperado en lo que respecta al conjunto de la región, en el caso de Centroamérica y el Caribe en esa fecha aún estaban lejos de recuperarse, y todavía tienen que recobrar a los niveles anteriores a la crisis.

Los diferenciales aumentaron bruscamente tras el inicio de la crisis en septiembre de 2008, pero alcanzaron un techo a comienzos de 2009 (véase el gráfico VII.7). En la segunda mitad de 2009, y a lo largo de 2010, Centroamérica y el Caribe vieron sus diferenciales regresando a los niveles anteriores a la crisis, acortando así parte de la distancia que los separaba del resto de la región. Sin embargo, en 2011 y 2012 aumentaron más que la media regional, y la brecha volvió a abrirse. Muchos países del Caribe enfrentan desafíos importantes, tales como la muy alta proporción de la deuda con relación al PIB en economías muy afectadas por desastres naturales y una marcada caída del turismo.

Gráfico VII.7
DIFERENCIALES EMBIG: CENTROAMÉRICA Y EL CARIBE
EN COMPARACIÓN CON AMÉRICA LATINA
(En puntos básicos)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de J.P. Morgan.

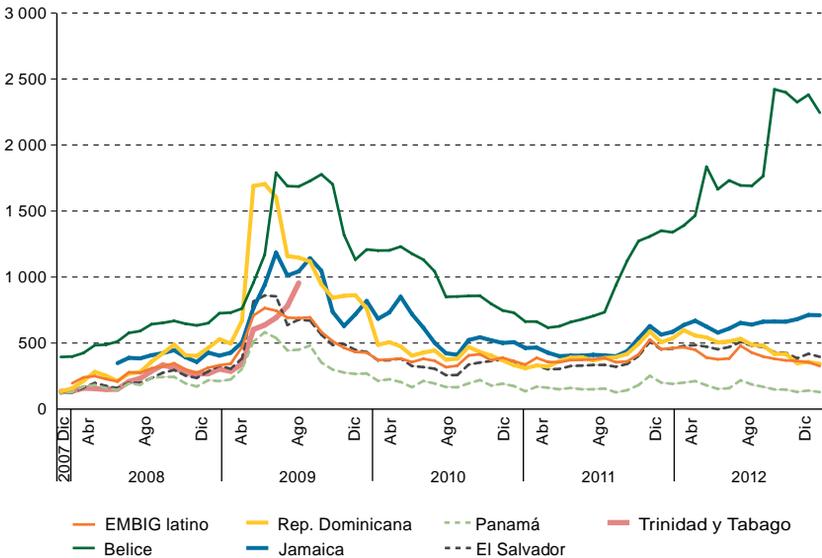
Nota: La media del Caribe incluye: Belice, Jamaica, República Dominicana y Trinidad y Tabago (los datos de Trinidad y Tabago solo están disponibles para el período junio de 2007 a marzo de 2009). La media de Centroamérica y el Caribe incluye a los países citados más El Salvador y Panamá.

³ La media para Centroamérica y el Caribe, basada en los diferenciales del EMBIG de J.P. Morgan, incluye: Belice, El Salvador, Jamaica, Panamá, República Dominicana y Trinidad y Tabago (los diferenciales de Trinidad y Tabago solo están disponibles hasta marzo de 2009). La media del Caribe incluye: Belice, Jamaica, República Dominicana y Trinidad y Tabago.

Los diferenciales de Belice aumentaron 774 puntos básicos en 2011, el mayor aumento entre todos los países de Centroamérica y el Caribe de la muestra. Además, los diferenciales de la República Dominicana aumentaron 275 puntos básicos, los de El Salvador 210 puntos básicos y los de Panamá 39 puntos básicos. El componente latinoamericano se incrementó 111 puntos básicos en 2011.

En 2012, los diferenciales disminuyeron 142 puntos básicos en el conjunto de América Latina, pero aumentaron 225 puntos básicos en la región del Caribe y 104 puntos básicos en Centroamérica y el Caribe juntos. Si bien en 2012 los diferenciales disminuyeron en la República Dominicana (-254 puntos básicos), El Salvador (-82) y Panamá (-72), aumentaron 854 puntos básicos en Belice y 74 puntos básicos en Jamaica (véase el gráfico VII.8).

Gráfico VII.8
 EMBIG Y COMPONENTE LATINO: DIFERENCIALES
 DE CENTROAMÉRICA Y EL CARIBE POR PAÍS
 (En puntos básicos)



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de J.P. Morgan.

El aumento del diferencial de Belice es un reflejo de la reestructuración de su superbono de 547 millones de dólares con vencimiento en 2029. El 20 de septiembre de 2012, tras la expiración del período de gracia de 30 días del

pago de un cupón de 23.100 millones sobre el bono citado, programado para el 20 de agosto, el gobierno anunció su disposición a efectuar un pago parcial de 11.600 millones de dólares, aproximadamente la mitad de los intereses debidos a los titulares. El Coordinating Committee of Belize Bondholders dijo que el anuncio del gobierno era un paso en la dirección correcta, y aceptó no tomar medidas legales durante 60 días con vistas a ofrecer tiempo suficiente para que las dos partes concluyeran las negociaciones sobre el proceso de reestructuración de la deuda. Las negociaciones se iniciaron el 2 de octubre, y el 15 de febrero de 2013 se hizo una oferta de canje. El 8 de marzo, el gobierno anunció que los titulares del 86,17% de los bonos del país emitidos en dólares y con vencimiento en 2029, habían decidido participar en la reestructuración y canjear sus bonos por nuevos bonos emitidos en dólares y con vencimiento en 2038.

En el caso de Jamaica, la economía estuvo marcada por elevados déficits, una pesada carga de la deuda pública, y reservas de divisa extranjera insuficientes, a la vez que hacía frente a un período especialmente duro de la economía mundial. La concomitante incertidumbre que se produjo llevó a diferenciales más altos, que a fines de 2012 se mantenían por encima del promedio regional. El gobierno ha renegociado un acuerdo con el FMI (un acuerdo ampliado a 48 meses con un importe de 932 millones de dólares), aprobado por el Directorio Ejecutivo del Fondo el 1 de mayo de 2013.

Los otros países del EMBIG son la República Dominicana, El Salvador y Panamá, donde los diferenciales bajaron en 2012. Con un acuerdo con el FMI en vigor, los mercados han visto cada vez más favorablemente los bonos de la República Dominicana, lo que contrasta con la pérdida generalizada de la confianza de los inversores que se produjo después de una cesación de pagos y una crisis bancaria en mayo de 2003. Los diferenciales de la República Dominicana se acercan a la media regional de América Latina y, en su mayor parte, se han movido según las condiciones mundiales.

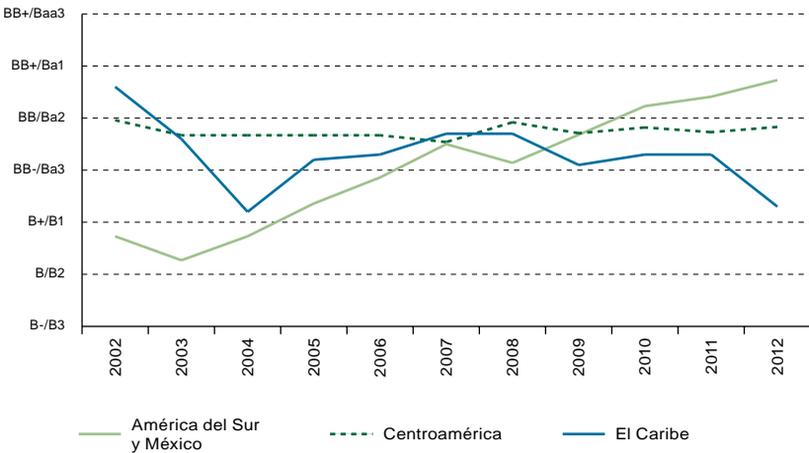
Los diferenciales de El Salvador han seguido ampliamente el promedio regional, pero en 2011 S&P's y Moody's rebajaron la calificación de la deuda soberana. Como motivos para tal decisión, las agencias citaron el elevado porcentaje de la deuda con relación al PIB, el alto nivel de préstamos bancarios en mora y la creciente incertidumbre política. No obstante, en 2012 los diferenciales bajaron, situándose en 396 puntos básicos a fines de diciembre de 2012, frente a los 326 puntos básicos del EMBIG latino.

Panamá obtuvo la categoría de grado de inversión en 2010, y en los dos últimos años se ha desempeñado mejor que la media regional. A fines de 2012 tenía uno de los diferenciales más bajos (129 puntos básicos) del componente latino del EMBIG.

C. La evolución de las calificaciones crediticias

Paralelamente al aumento de los diferenciales del EMBIG, los países centroamericanos vieron rebajada la calificación de su riesgo crediticio durante la crisis, y a finales de 2012 muchos de ellos no habían aún recuperado su anterior calificación. A consecuencia del menor tamaño y el menor desarrollo de los mercados de capital en muchas de sus economías, las calificaciones pueden desempeñar potencialmente un papel importante en las decisiones de los inversores en relación con la región. Juntas, las tres principales agencias de calificación —Fitch, Moody’s y Standard & Poor’s— asignan calificaciones a unos 15 países de Centroamérica y el Caribe, pero el análisis que puede leerse a continuación se centra en los 12 países calificados por al menos dos de dichas agencias.

Gráfico VII.9
CALIFICACIONES CREDITICIAS
(PROMEDIO, MOODY’S Y STANDARD & POOR’S), 2002-2012



Fuente: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), sobre la base de información de Moody’s y Standard & Poor’s.

Nota:

América del Sur: Argentina, Bolivia (Estado Plurinacional de), Brasil, Chile, Colombia, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela (República Bolivariana de).

Centroamérica: Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua y Panamá.

El Caribe: Barbados, Belice, Jamaica, República Dominicana y Trinidad y Tabago.

Grado de inversión: BBB-/Baa3 y superiores.

En general, y como hemos visto antes, las calificaciones crediticias otorgadas a los países de Centroamérica y el Caribe no han seguido la misma trayectoria que las del resto de la región. Si bien las calificaciones para América del Sur y México se vieron negativamente afectadas por la crisis financiera mundial, se recuperaron rápidamente y enseguida iniciaron una

tendencia al alza. En cambio, una mayoría de los países del Caribe no se ha recuperado de las rebajas de calificación decididas en 2008, como es el caso de las Bahamas, Barbados, Belice y Jamaica. En estos cuatro países las pérdidas de calificación reflejaron la debilidad del crédito y el deterioro fiscal, pues la inestabilidad financiera provocada por la crisis mundial afectó mucho a las cuentas fiscales de esos países. En el caso de la República Dominicana, Standard & Poor's rebajó las calificaciones inmediatamente después de la crisis pero para fines de 2012 ya se habían recuperado, mientras que las calificaciones de Trinidad y Tabago se mantuvieron invariables durante todo el período y, de hecho, las de Suriname mejoraron.

Antes de la crisis, las Bahamas recibieron de Standard and Poor's y Moody's la categoría de grado de inversión A-/A3. En noviembre de 2008, la misma agencia revisó las perspectivas de calificaciones a negativas, afirmando que la crisis económica de los Estados Unidos había afectado seriamente a la economía de las Bahamas, que depende fuertemente de aquel país en todo lo relativo a las inversiones, el comercio y el turismo. Después, en diciembre de 2009, la calificación se rebajó a BBB+, y en octubre de 2011 a BBB, un grado de inversión inferior. La perspectiva de calificación BBB pasó de estable a negativa en septiembre de 2012, a causa del creciente deterioro del perfil fiscal. Así pues, a fines de 2012 las Bahamas todavía tenían que recuperar su calificación anterior. Según Standard & Poor's, la economía de las Bahamas es vulnerable a su dependencia de un sector, el turismo, y de un mercado geográfico, los Estados Unidos. En agosto de 2011, Moody's revisó la perspectiva a negativa, alegando que la deuda del gobierno central había aumentado un 150% en la década anterior, hasta representar cerca del 50% del PIB a fines de 2010, con más del 40% del aumento en los dos años anteriores.

Standard & Poor's y Moody's habían concedido a Barbados la categoría de grado de inversión BBB/Baa2 antes de la crisis. Moody's rebajó la deuda soberana a Baa3 en octubre de 2009. Standard & Poor's le rebajó a BBB- en octubre de 2010, y las dos agencias le quitaron el grado de inversión en 2012. Las principales razones alegadas para tomar esa decisión fueron el deterioro y el debilitamiento del perfil fiscal del país y los indicadores clave de la deuda, así como el debilitamiento de los fundamentos económicos, que, según Standard & Poor's, se debía a los desafíos cada vez mayores frente a recursos limitados y a otros factores estructurales que el gobierno solo puede solucionar a largo plazo.

Antes de la crisis, Belice tenía una calificación de grado especulativo B otorgada por Standard & Poor's, y de B3, otorgada por Moody's (un grado menos que Standard & Poor's). En agosto de 2011, Standard & Poor's rebajó un grado (a B-) la calificación de la deuda soberana, quedando así al mismo nivel las calificaciones otorgadas por las dos agencias. La rebaja de la calificación reflejó el aumento del déficit fiscal del país y pasivos contingentes

en aumento, que, según Standard & Poor's, reducían la flexibilidad fiscal. En febrero de 2012, las dos agencias rebajaron la deuda soberana a CCC+ y Caa1, respectivamente, alegando para ello preocupaciones acerca de una posible reestructuración de la deuda. En junio de 2012, Moody's rebajó aún más las calificaciones de Belice a largo plazo, de Ca a Caa1. Esta medida reflejó las preocupaciones por la deuda externa del país y unas menores perspectivas de crecimiento. En agosto de 2012, Standard & Poor's rebajó a incumplimiento selectivo las calificaciones de la deuda soberana de Belice en moneda extranjera, después de que el gobierno anunciara que no pagaría los 23 millones de dólares del cupón de intereses semestral de su bono de 547 millones de dólares con vencimiento en 2029, pago que debía efectuar el 20 de agosto de 2012.

Antes de la crisis, Jamaica tenía una calificación de grado especulativo B1, concedida por Moody's; de B+, concedida por Fitch, y de B (un grado menos que las calificaciones concedidas por las otras dos agencias), otorgada por Standard & Poor's. La crisis mundial afectó inmediatamente a la calificación de la deuda soberana, y las tres agencias cambiaron las perspectivas a negativas y procedieron a rebajar aún más la calificación de la deuda. Las agencias señalaron que las turbulencias financieras mundiales y la probable recesión estadounidense habían elevado los riesgos de pérdidas, dado que Jamaica depende del financiamiento externo para sus déficits fiscal y externo, ambos comparativamente altos. En 2009 procedieron a rebajar otra vez la deuda soberana. No obstante, en 2010 las tres agencias mejoraron la calificación de Jamaica tras el exitoso resultado de un canje de deuda interna y la aprobación de un acuerdo de derechos de giro con el FMI por un importe de 1.270 millones de dólares, que mitigó las preocupaciones relativas a la liquidez externa a corto plazo. El país todavía no había recuperado sus calificaciones anteriores a fines de 2012, cuando eran dos grados inferiores a las de antes de la crisis.

La República Dominicana tenía una calificación de grado especulativo B+ concedida por Standard & Poor's y B2 y B por Moody's y Fitch (un grado menos que Standard & Poor's). En diciembre de 2008, Standard & Poor's rebajó la deuda soberana a B, situando así la calificación al mismo nivel que el otorgado por las otras dos agencias. Moody's ascendió la calificación a B1 en 2010 para reflejar la reevaluación de la calidad crediticia general del país tras la crisis financiera mundial; Standard & Poor's volvió a conceder la calificación B+ en junio de 2011, reflejando así el progreso del país en la mejora gradual de la estructura y la gestión de su deuda, el progreso de las reformas estructurales y la mejora de la transparencia en el diseño de políticas.

Standard & Poor's ascendió a Suriname de B+ —su calificación anterior a la crisis— a BB- en agosto de 2011, y Fitch de B a B+ en julio de 2011. Los cambios reflejaron la mejora de los fundamentos macroeconómicos, buenas perspectivas de crecimiento a mediano plazo y un bajo nivel de

endeudamiento. En julio de 2012, Fitch volvió a mejorar la calificación, de B+ a BB-, y citó como motivo de esta decisión las medidas del gobierno para minimizar los desequilibrios fiscales mientras mantenía la estabilidad de los precios y del tipo de cambio. En agosto de 2012, Moody's también ascendió a Suriname de B1 a Ba3, con una perspectiva positiva. Esta decisión fue el reflejo de una gestión tributaria prudente así como de un crecimiento vigoroso, impulsado por los sectores de la minería de oro, extracción de petróleo y de la construcción. Asimismo, se apoyó en la capacidad del país para atraer importantes inversiones extranjeras hacia las industrias extractivas y la exploración *offshore*.

Suriname es uno de los principales productores y exportadores de productos básicos del Caribe. Junto con Guyana, Trinidad y Tabago y Belice (a pesar de la reestructuración de la deuda de este último país), durante la crisis financiera mundial y en período posterior, se benefició de unos precios más altos de los productos básicos, con más espacio fiscal y una carga de la deuda más manejable que la de otros países de la región. Suriname y Guyana se beneficiaron también de los altos precios del oro, y Trinidad y Tabago de los altos precios del petróleo y del gas natural.

En Centroamérica, Honduras y El Salvador resultaron afectados por las rebajas de calificación crediticia posteriores a la crisis financiera mundial. Honduras recuperó su posición anterior a la crisis en junio de 2012, pero El Salvador aún no había recuperado su posición a fines de 2012.

Costa Rica, Guatemala y Panamá mejoraron sus calificaciones desde la crisis financiera mundial de 2008. Las tres agencias calificaron a Panamá de grado de inversión en 2010. En julio de 2012 la calificación de Panamá recibió otro ascenso por parte de Standard & Poor's (a BBB) y de Moody's (de Baa3 a Baa2) en octubre de 2012, debido a su constante dinamismo económico, un crecimiento positivo a mediano plazo y las continuas mejoras de la métrica de la deuda. Panamá siguió la tendencia del resto de América Latina. Costa Rica también recibió en 2010 la categoría de grado de inversión concedida por Moody's, pero Standard & Poor's y Fitch seguían manteniendo la calificación de grado especulativo a fines de 2012.

En junio de 2009, Fitch rebajó la calificación de El Salvador (de BB+ a BB) para reflejar lo que la agencia consideraba un cambio estructural en la trayectoria fiscal y de crecimiento del país. Moody's rebajó la deuda soberana del grado de inversión anterior a la crisis (Baa3) a grado especulativo (Ba1) en noviembre de 2009, y en marzo de 2011 la misma agencia decidió volver a rebajarla. Entre los factores citados como motivos de esa decisión estaban la elevada proporción de la deuda con relación al PIB, un alto nivel de préstamos bancarios en mora y un débil crecimiento económico. Son estas las mismas cuestiones que han pesado sobre muchas de las economías de Centroamérica y el Caribe.

En muchos países de Centroamérica y el Caribe, la evolución de las calificaciones crediticias, de las emisiones de deuda y de los diferenciales sugieren que la ventaja que les confiere su apertura económica, el crecimiento impulsado por las exportaciones y las conexiones con los países desarrollados pronto pueden convertirse en una desventaja a raíz del inicio de una crisis mundial que se origina precisamente en esas economías avanzadas. Su sensibilidad al ciclo económico de los países avanzados, sobre todo el ciclo de los Estados Unidos, es una posible explicación del motivo por el que tantas de esas economías recibieron un golpe tan fuerte cuando en 2008 se inició la crisis financiera mundial. Además, durante la fase de recuperación, los débiles vínculos con los países emergentes que impulsaban la recuperación mundial, como China y la India, les impidió disfrutar de un mejor desempeño.

Son muchos los países que siguen limitados por altos niveles de deuda en cuanto porcentaje del PIB y tienen un espacio fiscal restringido, un hecho que puede frenar su reacción en términos de política económica en momentos de dificultades económicas. La mayoría de las rebajas de las calificaciones crediticias que se produjeron tras la crisis financiera mundial estuvieron motivadas por la inestabilidad financiera generada por el deterioro fiscal, pues la inestabilidad financiera provocada por la crisis afectó, y mucho, a las cuentas fiscales de los países de la región.

En su mayor parte, el acceso de los países de Centroamérica y el Caribe a los mercados internacionales de capital privado durante y después de la crisis financiera mundial fue más costoso y limitado que para muchas de las economías más grandes de América Latina, un hecho que pone de manifiesto la importancia de mantener disponible el financiamiento que aportan las fuentes multilaterales. Los bancos de desarrollo multilaterales y los organismos de cooperación bilaterales deben seguir conscientes de la vulnerabilidad de estas economías a las conmociones financieras. El sistema de cooperación internacional debería buscar una respuesta amplia y de amplia base al desafío del desarrollo, una respuesta que tenga en cuenta las diversas necesidades de las economías de América Latina y el Caribe, pues el acceso a los mercados internacionales de capital privado no es homogéneo, y los préstamos pueden ser más o menos favorables dependiendo del país prestatario de que se trate.

Por último, la estabilidad financiera y la integración son parte esencial del crecimiento y el desarrollo económico. La agenda de desarrollo de la región debería tomar en cuenta las vulnerabilidades de muchos de los países de Centroamérica y el Caribe, su menor tamaño y su sensibilidad a los vaivenes de la economía mundial. La estrategia idónea consideraría las limitaciones y fortalezas propias de cada una de estas economías para adecuarse lo mejor posible a sus necesidades particulares.

Capítulo VIII

Una mirada hacia el futuro: ¿están convergiendo los mercados de deuda emergentes y los desarrollados?

La deuda de los mercados emergentes como clase de activos ha evolucionado en las últimas tres décadas, y debido a esa evolución, la línea fronteriza entre la deuda de los mercados emergentes y la deuda de los mercados desarrollados se ha vuelto cada vez más borrosa con el tiempo. En las últimas décadas, la mayoría de los inversores operaban sobre la base de que la deuda de los países desarrollados era segura y predecible, cuyas variables clave se podían colocar en una hoja de cálculo para estimar riesgos y beneficios. Cuando los inversores analizaban el riesgo de los mercados emergentes, por otro lado, prestaban mucha atención al riesgo político y a los desafíos sociales, dos variables que no se podían insertar en una hoja de cálculo. No obstante, la crisis financiera mundial de 2008 y el reciente deterioro en la zona del euro han dejado confusos a muchos inversores. Preocupaciones sociales están repentinamente pasando a ser cruciales también en el mundo desarrollado, y llevan a primer plano cuestiones como la confianza y la cohesión social a la hora de calcular el riesgo de los mercados desarrollados.

En 2006 y 2007, las dos variables principales que mejor explicaban las diferencias entre los diferenciales de la deuda soberana para un grupo considerable de países de mercados desarrollados y mercados emergentes, eran, según Credit Suisse (2011), el PIB per cápita y la inflación. La deuda de los países de los mercados emergentes (que tienden a tener un PIB per

cápita menor que los países desarrollados) se negociaba sistemáticamente a mayores rendimientos que la deuda de los países desarrollados durante esos mismos años. Cuanto mayor era la diferencia de renta, mayor también la de rendimiento. Sin embargo, en 2008, el PIB per cápita dejó de ser uno de los dos indicadores principales, y desde entonces no ha vuelto a ocupar ese lugar.

Las dos variables económicas que mejor explicaban las discrepancias entre los diferenciales de la deuda soberana entre los mercados de los países desarrollados y los mercados emergentes a fines de 2011 según Credit Suisse, eran la inflación y la deuda externa. Es probable que este cambio sea el reflejo de mejoras en la situación fiscal y el endeudamiento externo de los mercados emergentes. Además, la implementación de políticas expansivas, tanto fiscal como monetaria, por parte de los países desarrollados en respuesta a la crisis financiera mundial de 2008, ha desafiado la idea de que los países de los mercados emergentes son más proclives a experimentar cambios bruscos y arriesgados en sus políticas económicas que los países desarrollados.

Las políticas expansivas de los bancos centrales de las economías avanzadas aplicadas en respuesta a la crisis financiera mundial dieron lugar a un contexto político sin precedentes y generaron una liquidez considerable en los mercados internacionales de capital entre 2009 y 2012. En consecuencia, los flujos hacia los bonos de América Latina aumentaron considerablemente. Durante ese período, varias empresas de la región debutaron en los mercados de bonos internacionales, y crecieron también las emisiones con rendimientos más altos. Los volúmenes del mercado de capital de deuda de América Latina y el Caribe excedieron los 100.000 millones en 2012, un récord histórico, pues los inversores privados percibieron a muchos de los emisores soberanos y corporativos de la región como una “fuga hacia la calidad”, sobre todo considerando la posición neta de crédito externo y sus sólidos balances.

Los cambios estructurales también han desempeñado un papel importante atrayendo entradas de capital. A lo largo de las últimas décadas, la mayoría de los países de la región se ha vuelto menos proclive a las crisis sistémicas. Por otra parte, con tantos países de la región que han obtenido la calificación de grado de inversión, los bonos latinoamericanos pasaron a ser una opción para los grandes inversores institucionales de las economías avanzadas, como los fondos de pensiones y las aseguradoras. La base inversora más amplia y diversificada, con más inversores dispuestos a tener activos a largo plazo, ha contribuido a que aumente el flujo de bonos hacia la región y, en cierta medida, los ha hecho más estables que en la década de 1990, cuando la base inversora estaba dominada por inversores apalancados y operadores a corto plazo.

La deuda de América Latina y el Caribe ha cerrado el círculo desde la crisis de la deuda de 1982. Siguiendo el patrón de innovaciones de los últimos años, en 2012 hubo varias novedades en los mercados de deuda, tales como las emisiones de los primeros bonos para proyectos de energía eólica, y del primer bono garantizado (un título respaldado por un grupo de activos aparte), la segunda emisión de la historia de un prestamista paraguayo, la primera incursión del Estado Plurinacional de Bolivia en los mercados internacionales de bonos desde la década de 1920, con vistas a reinsertarse en la comunidad financiera internacional, y las primeras emisiones en renminbi chinos *offshore* y en dólares australianos. Estos hechos ponen de relieve la importante evolución del acceso de la región a los mercados internacionales de bonos en las tres últimas décadas.

De 1982 a 2012, los países de la región dejaron atrás las preocupaciones por la escasez de fondos para centrarse en la cuestión relativa a la mejor manera de manejar las múltiples opciones de financiamiento disponibles. El mayor acceso a los mercados privados de capital ha proporcionado a muchos países de la región más opciones de financiamiento, cambiando considerablemente el panorama para el financiamiento del desarrollo. Los bancos de desarrollo regional como el BNDES del Brasil, el Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), también han desempeñado un papel importante como proveedores de financiamiento. Por otra parte, la participación de las agencias multilaterales de financiamiento al desarrollo en los flujos financieros mundiales a la región ha disminuido en comparación con la de los últimos años, aunque los organismos multilaterales aún tienen por delante un valioso papel como proveedores de fondos contracíclicos.

Los cambios que se han registrado desde la crisis de la deuda han sido notables. No obstante, se verifica un alto grado de heterogeneidad entre los países. El acceso a los mercados internacionales de bonos no es universal, y es más limitado y costoso para algunos países que para otros. Es el caso de muchos países del Caribe, dadas las limitaciones únicas a que se enfrentan a la hora de atraer capital internacional, a causa de su vulnerabilidad a las conmociones económicas y de su menor tamaño. El financiamiento que proporcionan las fuentes multilaterales sigue siendo fundamental.

A pesar de que la resistencia de la región ha aumentado, la vulnerabilidad a las crisis financieras externas aún puede ser una amenaza. Las actuales bajas tasas globales de interés no tienen precedentes, y mientras la liquidez siga siendo abundante, los mercados de bonos de América Latina continuarán siendo un lugar atractivo para los inversores de renta fija. Sin embargo, la perspectiva de que aumenten las tasas de interés y los rendimientos del Tesoro de los Estados Unidos con el fin de la flexibilización cuantitativa, representa una preocupación para muchos compradores de bonos latinoamericanos,

pues es probable que la retirada de liquidez deje al descubierto los puntos vulnerables de la región que todavía no han desaparecido. Es casi seguro que el fin de la flexibilización cuantitativa frene el flujo de dinero hacia la región, pero es difícil medir el impacto que esa desaceleración tendría en los mercados locales de bonos.

Otra preocupación es el fin del ciclo de auge de los precios de las materias primas. En los últimos años, apostando a que la creciente demanda china seguiría haciendo subir los precios de los productos básicos, los inversores pusieron dinero de manera indiscriminada en empresas de los sectores de la energía y las materias primas. No obstante, viendo que la demanda de China disminuye, han comenzado a discriminar más y a centrarse en la rentabilidad, y el dinero empieza a pasar de los productos básicos a otros sectores, como la tecnología.

Frente a un entorno externo que está cambiando rápidamente, cabe deducir que los inversores serán más cuidadosos y exigentes, y esto llevará a una mayor diferenciación por parte de los inversores. De aquí en adelante, los países de la región tal vez necesiten concentrarse en cambios estructurales para continuar atrayendo inversiones. Los emisores de deuda corporativa y soberana de la región han sacado partido de la demanda sin precedentes en los mercados internacionales de capital, pero deben ser cautelosos y estar preparados para un cambio repentino en el contexto externo global.

Por último, tras su crecimiento en la pasada década, algunas de las ventajas competitivas de los mercados latinoamericanos en comparación con los mercados desarrollados han comenzado a erosionarse. Las valoraciones financieras parecen estar convergiendo en los mercados emergentes y en los desarrollados, y las monedas de los mercados emergentes nacionales parecen menos competitivas de lo que eran, lo cual podría reducir los beneficios de diversificación de la asignación de fondos a los mercados emergentes. Este hecho marca el inicio de una nueva etapa para la región en su larga trayectoria hacia un mayor acceso a los mercados internacionales de deuda: mientras la región debe permanecer atenta a los desafíos macroeconómicos y de política económica, las nuevas oportunidades de inversión se encontrarán cada vez más a nivel sectorial o en la industria.

Bibliografía

- Ades, Alberto y otros (2000), "Introducing GS-ESS: a new framework for assessing fair value in emerging markets hard-currency debt", *Global Economics Paper*, N° 45, Goldman Sachs.
- Afonso, Antonio (2003), "Understanding the determinants of sovereign debt ratings: evidence for the two leading agencies", *Journal of Economics and Finance*, vol. 27.
- Banco Mundial (2008), "Global development finance 2008: the role of international banking", *Review, Analysis, and Outlook*, vol. I, Washington, D.C.
- _____(2007), "Global development finance 2007: the globalization of corporate finance in developing countries", *Review, Analysis, and Outlook*, vol. I, Washington, D.C.
- Bank of America/Merrill Lynch (2013), "Size and structure of global emerging markets debt", *GEMs Strategy Viewpoint*, 31 de julio.
- _____(2012), "Size and structure of global emerging markets debt", *GEMs Strategy Viewpoint*, N° 04, junio.
- _____(2011), "Sovereign debt restructurings: lessons from Brady bonds", *GEMs Strategy Viewpoint*, N° 3, febrero.
- _____(2011b), "Sovereign debt restructurings, Part 2: post-Brady experience", *GEMs Strategy Viewpoint*, 18 de marzo.
- BID (Banco Interamericano de Desarrollo) (2011), *One Region, Two Speeds? Challenges of the New Global Economic Order for Latin America and the Caribbean*, Alejandro Izquierdo y Ernesto Talvi (coords.), Washington, D.C., marzo.
- _____(2010), *Después de la crisis global: Lecciones de política económica y desafíos pendientes para América Latina y el Caribe*, Alejandro Izquierdo y Ernesto Talvi (coords.), Washington, D.C., marzo.
- _____(2007), *Vivir con deuda: Cómo contener los riesgos del endeudamiento público*, *Economic and Social Progress in Latin America, 2007 Report*, Eduardo Borensztein, Eduardo Levy Yeyati y Ugo Panizza (coords.).
- BlackRock Investment Institute (2011), *Are Emerging Markets the Next Developed Markets?*, agosto [en línea] <http://www.blackrock.com>.

- Brauer, Jane Sachar y Douglas Chen (2000), "Brady Bonds", *The Handbook of Fixed Income Securities*, Frank J. Fabozzi (ed.), Nueva York, McGraw Hill.
- Brunton, P. Desmond y S. Valerie Kelsick (2001), "International finance and Caribbean development", *serie Financiamiento del Desarrollo*, N° 113 (LC/L.1609-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), octubre.
- Buckley, Ross P. (1997a), "The transformative potential of a secondary market: emerging markets debt trading from 1983 to 1989", *Fordham International Law Journal*, vol. 21, N° 4, artículo 3, The Berkeley Electronic Press.
- _____(1997b), "The facilitation of the Brady Plan: emerging markets debt trading from 1989 to 1993", *Fordham International Law Journal*, vol. 21, N° 5, artículo 6, The Berkeley Electronic Press.
- Bustillo, Inés y Helvia Velloso (2002), "Las tasas de interés estadounidenses, la deuda latinoamericana y el contagio financiero", *Revista de la CEPAL*, N° 78 (LC/G.2187-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), diciembre.
- _____(2000), "Bond markets for Latin American debt in the 1990s", *serie Temas de Coyuntura*, N° 12 (LC/L.1441-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), noviembre.
- Calvo, Guillermo, Alejandro Izquierdo y Ernesto Talvi (2006), "Sudden stops and phoenix miracles in emerging markets", *American Economic Review*, N° 96 (2), mayo.
- Calvo, Guillermo y Carmen Reinhart (1996), "Capital flows to Latin America: is there evidence of contagion effects?", *Policy Research Working Paper*, N° 1619, Washington, D.C., Banco Mundial.
- Calvo, Guillermo, L. Leiderman y Carmen Reinhart (1996), "Inflows of capital to developing countries in the 1990s", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 10, N° 2, Nashville, Tennessee, American Economic Association.
- _____(1993), "Afluencia de capital y apreciación del tipo de cambio real en América Latina: el papel de los factores externos", *IMF Staff Papers*, vol. 40, N° 1, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Calvo, Guillermo y otros (2001a), "Growth and external financing in Latin America", documento presentado en el seminario "What is holding back growth in Latin America and the Caribbean? What should governments do?", Santiago de Chile, Banco Interamericano de Desarrollo (BID), 18 de marzo.
- _____(2001b), "The growth-interest-rate cycle in the United States and its consequences for emerging markets", documento presentado en el seminario "What is holding back growth in Latin America and the Caribbean? What should governments do?", Santiago de Chile, Banco Interamericano de Desarrollo (BID), 18 de marzo.
- Cantor, Richard y Frank Packer (1996), "Determinants and impacts of sovereign credit ratings", *FRBNY Economic Policy Review*, vol. 2.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2012a), *Capital Flows to Latin America and the Caribbean: 2011 Overview and recent Developments* (LC/WAS/L.119), Washington, D.C., Oficina de la CEPAL en Washington, D.C., 10 de abril.
- _____(2012b), *United States Debt: Major Holders* (LC/WAS/R.62), Washington, D.C., Oficina de la CEPAL en Washington, D.C., 7 de marzo.
- _____(2012c), *Cambio estructural para la igualdad: una visión integrada del desarrollo* (LC/G.2524(SES.34/3)), Santiago de Chile.

- (2011), *El financiamiento para el desarrollo y los países de renta media: nuevos desafíos* (LC./L.3419), Santiago, Chile.
- (2002), "Growth with stability. Financing for development in the Nuevo international context", *Libros de la CEPAL*, N° 67 (LC/G.2171-P), Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.02.II.G.20.
- (1996), "Quince años de desempeño económico. América Latina y el Caribe, 1980-1995", *Libros de la CEPAL*, N° 43 (LC/G.1925/Rev.1-P), Santiago de Chile, julio. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.96.II.G.3.
- EMTA (Emerging Markets Trade Association) (2010), "About EMTA. EMTA and Market History" [en línea] <http://www.emta.org/template.aspx?id=58>.
- Chamberlin, Michael M. (2010), "EMTA 1994-98: the golden age of EM debt trading?", EMTA and Market History [en línea] <http://www.emta.org/template.aspx?id=58&terms=Chamberlin%2c+Michael>.
- (2010a), "EMTA's 20th year -- A look back to: EMTA 1999 to 2007: the EM debt trading and investment market matures and mainstreams" [en línea] <http://www.emta.org/template.aspx?id=58&terms=Chamberlin%2c+Michael>.
- Chamon, Marcos, Paolo Manasse y Alessandro Prati (2007), "Can we predict the next capital account crisis?", *IMF Staff Papers*, vol. 54, N° 2, septiembre.
- Chinn, Menzie D. y Hiro Ito (2008), "A new measure of financial openness", *Journal of Comparative Policy Analysis*, vol. 10, N° 3.
- Cline, William R., y Kevin J.S. Barnes (1997), "Spreads and risk in emerging markets lending", *Institute of International Finance, Research Papers*, N° 97-1.
- Credit Suisse (2011), "Eroding barriers between EM and DM", *Fixed Income Research*, vol. 15, diciembre [en línea] <http://www.credit-suisse.com/researchandanalytics>.
- De la Torre, Augusto y Sergio Schmukler (2004), *Whither Latin American Capital Markets?*, Banco Mundial, octubre.
- Devlin, Robert (1989), *Debt and Crisis in Latin America. The Supply Side of the Story*, Princeton, Princeton University Press.
- Didier, Tatiana, Paolo Mauro y Sergio Schmukler (2006), "Vanishing contagion?", *IMF Policy Discussion Paper*, N° PDP/06/1.
- Eichengreen, Barry y Ashoka Mody (2000), "What explains changing spreads on emerging market debt?", *NBER Conference Report Series*, Chicago, University of Chicago Press [en línea] <http://www.nber.org/chapters/c6166.pdf>.
- Eichengreen, Barry y Ricardo Hausmann (1999), "Exchange rates and financial fragility", *NBER Working Paper*, N° 7418, Cambridge, Massachusetts, Oficina Nacional de Investigaciones Económicas (NBER).
- Eichengreen, Barry, Ricardo Hausmann y Ugo Panizza (2003a), *The Mystery of Original Sin*, agosto [en línea] <http://emlab.berkeley.edu/~eichengr/research/osmysteryaug21-03.pdf>.
- (2003b), *The Pain of Original Sin*, agosto [en línea] <http://elsa.berkeley.edu/~eichengr/research/ospainaug21-03.pdf>.
- FDIC (Sociedad Federal de Seguros de los Depósitos) (1997), *History of the Eighties – Lessons for the Future* [en línea] <http://www.fdic.gov/databank/hist80>.
- Feinberg, Richard E. (1988), "Latin American debt: renegotiating the adjustment burden", *Development and External Debt in Latin America*, Richard E. Feinberg y Ricardo Ffrench-Davis (eds.), Notre Dame, Indiana, University of Notre Dame Press.
- Fernández-Arias, E. (1995), "The new wave of private capital inflows: push or pull?", *Journal of Development Economics*, vol. 48, N° 2, Amsterdam, Elsevier Science Publishers.

- Ferri, G., L. Liu y J.E. Stiglitz (1999), "The procyclical role of rating agencies: evidence from the east Asian crisis", *Economic Notes*, N° 28.
- Ffrench-Davis, Ricardo (1988), "External debt, adjustment, and development in Latin America", *Development and External Debt in Latin America*, Richard E. Feinberg y Ricardo Ffrench-Davis (eds.), Notre Dame, Indiana, University of Notre Dame Press.
- Fostel, Ana y Graciela Laura Kaminsky (2007), "Latin America's access to international capital markets: good behaviour or global liquidity?", *NBER Working Paper*, N° 13194.
- Foxley, Alejandro (1988), "The foreign debt problem from a Latin American viewpoint", *Development and External Debt in Latin America*, Richard E. Feinberg y Ricardo Ffrench-Davis (eds.), Notre Dame, Indiana, University of Notre Dame Press.
- Frankel, J.A. y N.R. Roubini (2000), "The role of industrial country policies in emerging markets crisis", *NBER Working Paper*, N° 8634, Cambridge, Massachusetts.
- Frenkel, Roberto (2005), "External debt, growth, and sustainability", *Beyond Reforms, Structural Dynamics and Macroeconomic Vulnerability*, Antonio Ocampo (ed.), Stanford University Press.
- Gaillard, Norbert (2009), "Fitch, Moody's and S&P's sovereign ratings and EMBI global spreads: lessons from 1993-2007", *International Research Journal of Finance and Economics*, N° 26, EuroJournals Publishing, Inc. [en línea] <http://www.eurojournals.com/finance.htm>.
- Hartelius, Kristian, Kenichiro Kashiwase y Laura E. Kodres (2008), "Emerging market spread compression: is it real or is it liquidity?", *IMF Working Paper*, N° 08/10, enero.
- Hausmann, Ricardo y Ugo Panizza (2002), "The mystery of original sin: the case of the missing apple", documento preparado para la conferencia "Currency and Maturity Matchmaking: Redeeming Debt from Original Sin", Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Washington, D.C., 21-22 de noviembre.
- Jaramillo, Laura y Catalina Michelle Tejada (2011), "Sovereign credit ratings and spreads in emerging markets: does investment grade matter?", *IMF Working Paper*, N° 11/44, marzo.
- Jeanneau, Serge y Camilo E. Tovar (2008), "Domestic bond markets in Latin America: achievements and challenges", *BIS Quarterly Review*, junio.
- J.P. Morgan (2012), "EM rerates as an asset class. EM fixed income passes a second test", *Emerging Markets Research*, 10 de agosto.
- Kamin, Steven B. y Karsten von Kleist (1999), "The evolution and determinants of emerging market credit spreads in the 1990s", *International Finance Discussion Papers*, N° 653, Junta de Gobernadores de la Reserva Federal de los Estados Unidos.
- Kouame, Auguste y Maria Ivanova Reyes (2011), "The Caribbean Region beyond the 2008-09 global financial crisis", documento presentado en la conferencia "Options for the Caribbean after the Global Financial Crisis", Bridgetown, 27-28 de enero.
- Kräussl, Roman (2003), "Do credit rating agencies add to the dynamics of emerging market crises?", *Center for Financial Studies Working Paper*, N° 2003/18, agosto.
- _____(2000), *Sovereign Ratings and Their Impact on Recent Financial Crises*, Frankfurt/Main, Center for Financial Studies, febrero.

- Lara, Alejandro (2011), "Recent trends in external corporate debt issuance in Latin America and the Caribbean", Washington, D.C., Oficina de la CEPAL en Washington, D.C., inédito.
- Larraín, Guillermo, Helmut Reisen y Julia von Maltzan (1997), "Emerging market risk and sovereign credit ratings", *OECD Development Centre, Technical Paper*, N° 124.
- Lee, Sharon Y. y Michael E. Venezia (2000), "A primer on Brady Bonds", *United States Fixed-Income Research, Emerging Markets Fixed Income*, Salomon Smith Barney, 9 de marzo.
- Maier, Philipp y Garima Vasishtha (2008), "Good policies or good fortune: what drives the compression in emerging market spreads?", *Bank of Canada Working Paper*, N° 2008-25 [en línea] <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/02/wp08-25.pdf>.
- Mendoza, Enrique G. (2008), "Sudden stops, financial crises and leverage: a fisherian deflation of Tobin's Q", *NBER Working Paper*, N° 14444, octubre [en línea] <http://www.nber.org/papers/w14444>.
- Min, Hong G. (1998), "Determinants of emerging market bond spread: do economic fundamentals matter?", *World Bank Working Paper*, No.1899, Washington, D.C.
- Ocampo, José Antonio (2001), "International asymmetries and the design of the international financial system", *serie Temas de coyuntura*, N° 15 (LC/L.1525-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), abril.
- _____(1999), "Reforming the international financial architecture: consensus and divergence", *Temas de Coyuntura series*, N° 1 (LC/L.1192-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), abril.
- _____(1999), "La reforma financiera internacional: una agenda ampliada", *Revista de la CEPAL*, N° 69 (LC/G.2067-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), diciembre.
- Ocampo, José Antonio, Jan Kregel y Stephany Griffith-Jones (2007), *International Finance and Development*, Zed Books.
- Reisen, Helmut y Julia von Maltzan (1999), "Boom and bust and sovereign ratings", *OECD Development Centre Working Paper*, N° 148.
- Rozada, Martín González y Eduardo Levy Yeyati (2006), "Global factors and emerging market spreads", *Working Paper*, N° 552, Departamento de Investigación, Banco Interamericano de Desarrollo (BID), mayo.
- SY, Amadou (2001), "Emerging market bond spreads and sovereign credit ratings: reconciling market views with economic fundamentals", *IMF Working Paper*, N° 01/165.
- Warnock, Francis y Veronica Warnock (2006), "International capital flows and U.S. interest rates", *NBER Working Paper*, N° 12560, Cambridge, Massachusetts, octubre [en línea] <http://www.nber.org/papers/w12560>.
- Winslade, Thomas (2010), "EMTA's early years (1992 and 1993): EMTA emerges as an independent trade association for the emerging markets trading industry", *EMTA and Market History* [en línea] <http://www.emta.org/template.aspx?id=58&terms=Winslade%2c+Thomas>.
- Wolfson, Bruce (2010), "EMTA's beginnings", *EMTA and Market History* [en línea] <http://www.emta.org/template.aspx?id=58&terms=Bruce+Wolfson>.



Publicaciones de la CEPAL *ECLAC publications*

Comisión Económica para América Latina y el Caribe
Economic Commission for Latin America and the Caribbean
Casilla 179-D, Santiago de Chile.

Véalas en: www.cepal.org/publicaciones
Publications may be accessed at: www.eclac.org

Contacto / Contact: publications@cepal.org

Revista CEPAL / *CEPAL Review*

La Revista se inició en 1976 como parte del Programa de Publicaciones de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, con el propósito de contribuir al examen de los problemas del desarrollo socioeconómico de la región. Las opiniones expresadas en los artículos firmados, incluidas las colaboraciones de los funcionarios de la Secretaría, son las de los autores y, por lo tanto, no reflejan necesariamente los puntos de vista de la Organización.

La *Revista CEPAL* se publica en español e inglés tres veces por año.

CEPAL Review first appeared in 1976 as part of the Publications Programme of the Economic Commission for Latin America and the Caribbean, its aim being to make a contribution to the study of the economic and social development problems of the region. The views expressed in signed articles, including those by Secretariat staff members, are those of the authors and therefore do not necessarily reflect the point of view of the Organization.

CEPAL Review is published in Spanish and English versions three times a year.

Informes periódicos institucionales / *Annual reports*

Todos disponibles para años anteriores / *Issues for previous years also available*

- *Balance Actualizado de América Latina y el Caribe 2012* - abril de 2013, 24 p.
- ***Updated Economic Overview of Latin America and the Caribbean 2012*** - April 2012, 24 p.
- *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe 2012*, 84 p.
Preliminary Overview of the Economies of Latin America and the Caribbean 2012, 82 p.
- *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2012*. 162 p.

- Economic Survey of Latin America and the Caribbean 2012, 154 p.**
- *Panorama de la Inserción Internacional de América Latina y el Caribe 2011-2012*, 126 p.
Latin America and the Caribbean in the World Economy 2011-2012, 116 p.
- *Panorama Social de América Latina, 2012*, 252 p.
Social Panorama of Latin America, 2012, 238 p.
- *La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe 2011*, Documento informativo, 152 p.
Foreign Direct Investment in Latin America and the Caribbean 2011, Briefing paper, 142 p.
- *Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe 2012 / Statistical Yearbook for Latin America and the Caribbean 2012*, 224 p.

Libros de la CEPAL

- 118 *Sistemas de innovación en Centroamérica. Fortalecimiento a través de la integración regional*, Ramón Padilla Pérez (ed.), 2013, 222 p.
- 117 *Envejecimiento, solidaridad y protección social en América Latina y el Caribe. La hora de avanzar hacia la igualdad*, Sandra Huenchuan, 2013, 190 p.
- 117 *Ageing, solidarity and social protection in Latin America and the Caribbean Time for progress towards equality*, Sandra Huenchuan, 2013, 176 p.**
- 116 *Los fundamentos de la planificación del desarrollo en América Latina y el Caribe. Textos seleccionados del ILPES (1962-1972)*, Ricardo Martner y Jorge Máttar (comps.), 2012, 196 p.
- 115 *The changing nature of Asian-Latin American economic relations*, German King, José Carlos Mattos, Nanno Mulder and Osvaldo Rosales (eds.), 2012, 196 p.**
- 114 *China y América Latina y el Caribe. Hacia una relación económica y comercial estratégica*, Osvaldo Rosales y Mikio Kuwayama, 2012, 258 p.
- 114 *China and Latin America and the Caribbean Building a strategic economic and trade relationship*, Osvaldo Rosales y Mikio Kuwayama, 2012, 244 p.**
- 113 *Competitividad, sostenibilidad e inclusión social en la agricultura: Nuevas direcciones en el diseño de políticas en América Latina y el Caribe*, Octavio Sotomayor, Adrián Rodríguez y Mónica Rodrigues, 2012, 352 p.
- 112 *El desarrollo inclusivo en América Latina y el Caribe. Ensayos sobre políticas de convergencia productiva para la igualdad*, Ricardo Infante (ed.), 2011, 384 p.
- 111 *Protección social inclusiva en América Latina. Una mirada integral, un enfoque de derechos*, Simone Cecchini y Rodrigo Martínez, 2011, 284 p.
- 110 *Envejecimiento en América Latina. Sistema de pensiones y protección social integral*, Antonio Prado y Ana Sojo (eds.), 2010, 304 p.
- 109 *Modeling Public Policies in Latin America and the Caribbean*, Carlos de Miguel, José Durán Lima, Paolo Giordano, Julio Guzmán, Andrés Schuschny and Masazaku Watanuki (eds.), 2011, 322 p.**
- 108 *Alianzas público-privadas. Para una nueva visión estratégica del desarrollo*, Robert Devlin y Graciela Mognillansky, 2010, 196 p.
- 107 *Políticas de apoyo a las pymes en América Latina. Entre avances innovadores y desafíos institucionales*, Carlos Ferraro y Giovanni Stumpo, 2010, 392 p.
- 106 *Temas controversiales en negociaciones comerciales Norte-Sur*, Osvaldo Rosales V. y Sebastián Sáez C. (comps.), 2011, 322 p.

Copublicaciones recientes / Recent co-publications

***Decentralization and reform in Latin America. Improving Intergovernmental Relations*, Giorgio Brosio and Juan Pablo Jiménez (eds.), ECLAC / Edward Elgar Publishing, United Kingdom, 2012.**

Sentido de pertenencia en sociedades fragmentadas. América Latina desde una perspectiva global, Martín Hopenhayn y Ana Sojo (comps.), CEPAL / Siglo Veintiuno, Argentina, 2011.

Las clases medias en América Latina. Retrospectiva y nuevas tendencias, Rolando Franco, Martín Hopenhayn y Arturo León (eds.), CEPAL / Siglo XXI, México, 2010.

***Innovation and Economic Development. The Impact of Information and Communication Technologies in Latin America*, Mario Cimoli, André Hofman and Nanno Mulder, ECLAC / Edward Elgar Publishing, United Kingdom, 2010.**

Las clases medias en América Latina. Retrospectiva y nuevas tendencias, Rolando Franco, Martín Hopenhayn y Arturo León (eds.), CEPAL / Siglo Veintiuno, México, 2010.

Sesenta años de la CEPAL. Textos seleccionados del decenio 1998-2008, Ricardo Bielschowsky (comp.), CEPAL / Siglo Veintiuno, Argentina, 2010.

El nuevo escenario laboral latinoamericano. Regulación, protección y políticas activas en los mercados de trabajo, Jürgen Weller (ed.), CEPAL / Siglo Veintiuno, Argentina, 2010.

Internacionalización y expansión de las empresas eléctricas españolas en América Latina, Patricio Rozas Balbontin, CEPAL / Lom, Chile, 2009.

Coediciones recientes / Recent co-editions

Juventud y bono demográfico en Iberoamérica, Paulo Saad, Tim Miller, Ciro Martínez y Mauricio Holz, CEPAL/OIJ/UNFPA, Chile, 2012.

Perspectivas económicas de América Latina 2013. Políticas de Pymes para el Cambio Estructural, OCDE / CEPAL, Chile, 2012.

***Latin American Economic Outlook 2013. SME Policies For Structural Change*, OECD / ECLAC, Chile, 2012.**

Perspectivas de la agricultura y del desarrollo rural en las Américas: una mirada hacia América Latina y el Caribe 2013, CEPAL / FAO / IICA, Chile, Octubre, 2012.

Reforma fiscal en América Latina. ¿Qué fiscalidad para qué desarrollo?, Alicia Bárcena y Narcís Serra (editores), CEPAL/SEGIB / CIDOB, Chile, 2012.

La sostenibilidad del desarrollo a 20 años de la Cumbre para la Tierra. Avances, brechas y lineamientos estratégicos para América Latina y el Caribe, CEPAL / Naciones Unidas, 2012.

***Sustainable development 20 years on from the Earth Summit. Progress, gaps and strategic guidelines for Latin America and the Caribbean*, ECLAC / United Nations, 2012.**

Perspectivas económicas de América Latina 2012. Transformación del Estado para el desarrollo, CEPAL / OCDE, 2011.

***Latin America Outlook 2012. Transforming the State for Development*, ECLAC/OECD, 2011.**

***Perspectives économiques de l'Amérique latine 2012. Transformation de l'État et Développement*, CEPALC / OCDE, 2012.**

***Breeding Latin American Tigers. Operational principles for rehabilitating industrial policies*, Robert Devlin and Graciela Moguillansky, ECLAC / World Bank, 2011.**

Espacios iberoamericanos: Hacia una nueva arquitectura del Estado para el desarrollo, CEPAL / SEGIB, 2011.

***Espaços ibero-americanos: A uma nova arquitetura do Estado para o desenvolvimento*. CEPAL / SEGIB, 2011.**

Cuadernos de la CEPAL

- 100 *Construyendo autonomía. Compromiso e indicadores de género*, Karina Batthyáni Dighiero, 2012, 338 p.
- 99 *Si no se cuenta, no cuenta*, Diane Alméras y Coral Calderón Magaña (coordinadoras), 2012, 394 p.
- 98 ***Macroeconomic cooperation for uncertain times: The REDIMA experience*, Rodrigo Cárcamo-Díaz, 2012, 164 p.**
- 97 *El financiamiento de la infraestructura: Propuestas para el desarrollo sostenible de una política sectorial*, Patricio Rozas Balbontín, José Luis Bonifaz y Gustavo Guerra-García, 2012, 414 p.
- 96 *Una mirada a la crisis desde los márgenes*, Sonia Montaña (coordinadora), 2011, 102 p.
- 95 *Programas de transferencias condicionadas. Balance de la experiencia reciente en América Latina y el Caribe*, Simone Cecchini y Aldo Madariaga, 2011, 226 p.
- 95 ***Conditional cash transfer programmes. The recent experience in Latin America and the Caribbean*, Simone Cecchini and Aldo Madariaga, 2011, 220 p.**
- 94 *El cuidado en acción. Entre el derecho y el trabajo*, Sonia Montaña Virreira y Coral Calderón Magaña (coords.), 2010, 236 p.
- 93 *Privilegiadas y discriminadas. Las trabajadoras del sector financiero*, Flavia Marco Navarro y María Nieves Rico Ibáñez (eds.), 2009, 300 p.

Cuadernos estadísticos de la CEPAL

- 40 *América Latina y el Caribe: Índices de precios al consumidor. Serie enero de 1995 a junio de 2012*. Solo disponible en CD, 2012.
- 39 *América Latina y el Caribe: indicadores macroeconómicos del turismo*. Solo disponible en CD, 2010.
- 38 *Indicadores ambientales de América Latina y el Caribe, 2009*. Solo disponible en CD, 2010.
- 37 *América Latina y el Caribe: Series históricas de estadísticas económicas 1950-2008*. Solo disponible en CD, 2009.

Observatorio demográfico / Demographic Observatory

Edición bilingüe (español e inglés) que proporciona información estadística actualizada, referente a estimaciones y proyecciones de población de los países de América Latina y el Caribe. Incluye también indicadores demográficos de interés, tales como tasas de natalidad, mortalidad, esperanza de vida al nacer, distribución de la población, etc.

Desde 2013 el Observatorio aparece una vez al año.

Bilingual publication (Spanish and English) providing up-to-date estimates and projections of the populations of the Latin American and Caribbean countries. Also includes various demographic indicators of interest such as fertility and mortality rates, life expectancy, measures of population distribution, etc.

Since 2013, the Observatory appears once a year.

Notas de población

Revista especializada que publica artículos e informes acerca de las investigaciones más recientes sobre la dinámica demográfica en la región, en español, con resúmenes en español e inglés. También incluye información sobre actividades científicas y profesionales en el campo de población.

La revista se publica desde 1973 y aparece dos veces al año, en junio y diciembre.

Specialized journal which publishes articles and reports on recent studies of demographic dynamics in the region, in Spanish with abstracts in Spanish and English. Also includes information on scientific and professional activities in the field of population.

Published since 1973, the journal appears twice a year in June and December.

Series de la CEPAL

*Comercio Internacional / Desarrollo Productivo / Desarrollo Territorial / Estudios Estadísticos y Prospectivos / Estudios y Perspectivas (Bogotá, Brasilia, Buenos Aires, México, Montevideo) / **Studies and Perspectives** (The Caribbean, Washington) / Financiamiento del Desarrollo / Gestión Pública / Informes y Estudios Especiales / Macroeconomía del Desarrollo / Manuales / Medio Ambiente y Desarrollo / Asuntos de Género (ex Mujer y Desarrollo) / Población y Desarrollo / Políticas Fiscales / Políticas Sociales / Recursos Naturales e Infraestructura / Reformas Económicas / Seminarios y Conferencias.*

Véase el listado completo en: www.cepal.org/publicaciones/

A complete listing is available at: www.eclac.org/publications

**Las publicaciones de las Naciones Unidas y de la
Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)
se pueden adquirir a través de:**

Publicaciones de las Naciones Unidas
National Book Network
15200 NBN Way
Blue Ridge Summit, PA 17214
Estados Unidos

Tel. (1 888)254-4286
Fax (1-800)338-4550
Contacto: publications@un.org
Pedidos: order@un.org

***Publications of the United Nations and the Economic
Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC)
can be ordered through:***

United Nations Publications
National Book Network
15200 NBN Way
Blue Ridge Summit, PA 17214
USA

*Tel. (1 888)254-4286
Fax (1-800)338-4550
Contact: publications@un.org
Orders: order@un.org*

www.un.org/publications



La montaña rusa del financiamiento externo

El acceso de América Latina y el Caribe a los mercados internacionales de bonos desde la crisis de la deuda, 1982-2012

Inés Bustillo
Helvia Velloso

En esta publicación se examina la forma en que la financiación de la deuda externa ha evolucionado en las últimas tres décadas. Se remonta 30 años y se analiza la trayectoria de la región de América Latina y el Caribe desde la singular perspectiva del acceso a los mercados financieros internacionales. Como el título indica, esta trayectoria ha sido una montaña rusa, con muchos altibajos, y momentos de angustia y pánico. Los acontecimientos de las últimas tres décadas, tal como se describen en este libro, indican que un acceso más amplio y más barato a los mercados internacionales de capital puede ser fundamental en el largo proceso de lograr el crecimiento sostenible con igualdad, mediante la ampliación de las opciones de financiamiento de la inversión y las iniciativas sociales.

A pesar de la experiencia adquirida y los progresos realizados durante este período, aún quedan muchos desafíos. El acceso al financiamiento externo de la deuda no es universal y, a pesar del aumento de la resiliencia, la vulnerabilidad a las conmociones financieras externas sigue siendo una amenaza. Además, los avances económicos y financieros de los últimos 30 años, y en particular de la última década, no han producido cambios en la estructura productiva de la región. Los cambios estructurales deben estar en el centro de un proceso de crecimiento a largo plazo para que la igualdad sea una realidad.



Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)
Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC)

www.cepal.org



Primera edición
Impreso en Naciones Unidas • Santiago de Chile • S1300400 • Diciembre de 2013
ISBN 978-92-1-221117-6 • E-ISBN 978-92-1-056232-4 • N° de venta S.13.II.G.12
Copyright © Naciones Unidas 2013