Los mercados de deuda emergente en el primer semestre de 2004

*Subdirección General de Análisis Financiero y Estratégico**

Los mercados de deuda emergente se han caracterizado en el primer semestre de 2004 por los reducidos niveles de los diferenciales (1) de su rentabilidad en relación con los de la deuda estadounidense, por la fuerte influencia de las expectativas sobre tipos en Estados Unidos en su evolución y por los elevados volúmenes de emisión.

Antecedentes

En los primeros trimestres de 2002 la deuda emergente se vio castigada por un elevado grado de incertidumbre, fruto de la desaceleración económica mundial y del mal comportamiento de las bolsas de los países desarrollados. Esta situación se reflejó en una fuerte subida de su diferencial y se vio agravada por las dudas preelectorales sobre Brasil y el candidato Da Silva y por la inestabilidad política en Turquía. Sin embargo, como se observa en el Gráfico 1, en el último trimestre de 2002 se produjo un cambio de tendencia que marcó el inicio de la reducción del diferencial de la deuda emergente. Este cambio de tendencia se explicó, básicamente, por la victoria electoral en Brasil de Lula da Silva y el convencimiento de que no iba a provocar la suspensión de pagos que algunos habían augurado y se reforzó con la aplicación de una política ortodoxa en Brasil.

Las bases que permitieron que el exceso de liquidez existente en los mercados se dirigiera a la deuda emergente fueron las expectativas de recuperación económica, los bajos tipos de interés de los países desarrollados, la debilidad que entonces presentaba la bolsa y la sobrerreacción a una posible victoria de Da Silva.

En 2003 se consolidó esta tendencia, como consecuencia de la solvencia de las políticas económicas aplicadas por numerosos países emergentes, la recuperación económica y la subida de los precios de las materias primas.

EN PORTADA

Mercado secundario

Evolución de los diferenciales de la deuda emergente

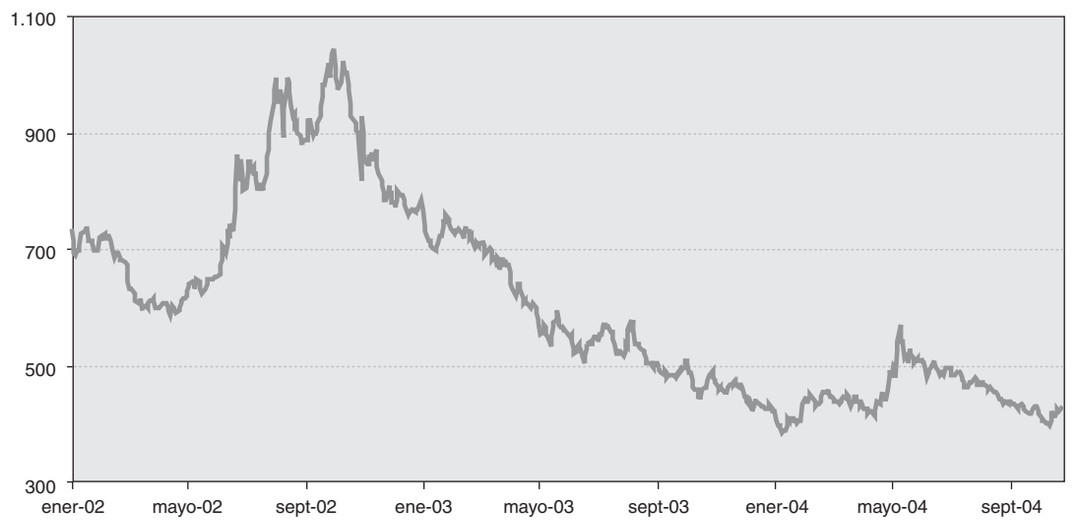
El diferencial del índice EMBI+ (2) experimentó una fuerte reducción, de 347

* Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

(1) Diferencial: Indicador del riesgo relativo de una emisión o de un conjunto de emisiones, calculado como la diferencia entre la rentabilidad de la emisión o conjunto de emisiones valorados y la rentabilidad de la emisión o cesta de emisiones de referencia. Se mide en puntos básicos. En el caso de la deuda emergente es habitual la comparación entre una cesta de emisiones, como el EMBI+, y la deuda estadounidense. A veces se denomina con su equivalente en inglés, *spread*.

(2) EMBI+ *(Emerging Markets Bond Index)*: Índice elaborado por J.P. Morgan que refleja la evolución de la deuda emergente. Está formado por una cesta de deuda externa de emisores, soberanos o privados, de países emergentes. El diferencial de su rentabilidad en relación con la deuda estadounidense se emplea como indicador del riesgo país.

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DEL DIFERENCIAL DEL EMBI+
(2002-1.er semestre 2004)



Fuente: Elaboración propia con datos de Reuters.

EN PORTADA

puntos básicos, de manera continua durante 2003, como pone de relieve que el máximo anual correspondiera a la apertura del ejercicio (765 puntos básicos) y el mínimo a su cierre (418 puntos básicos).

Frente a esta tendencia homogénea descrita en 2003, en el primer semestre de 2004 se pueden distinguir cinco períodos en la evolución de los diferenciales de la deuda emergente.

El año se inició con una moderación en la positiva evolución heredada de 2003, ya que la prudencia se extendió entre los inversores. Éstos temían que en su búsqueda de rentabilidad hubieran ido más lejos de lo que la situación macroeconómica de los países emergentes justificaba. Sin embargo, durante enero el mercado todavía absorbió con relativa facilidad el elevado volumen emitido.

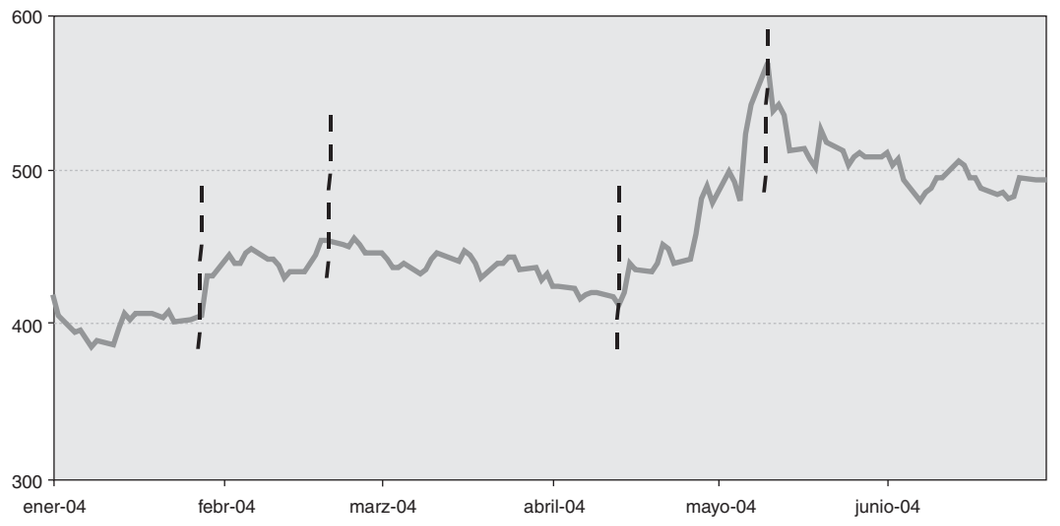
El punto de partida de la segunda fase se puede establecer en el 28 de enero, con un comunicado de la Reserva Federal estadounidense que anticipó las expectativas de inicio del endurecimiento de la política monetaria, lo que redujo el atractivo de la deuda emergente, con el consiguiente aumento de su diferencial. Este efecto se vio agravado por el escándalo Waldomiro (3) en Brasil.

A continuación se produjo un período de movimientos laterales, que poco a poco fueron derivando a una reducción de los diferenciales. Los poco positivos indicadores estadounidenses (empleo) y las declaraciones del presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, ayudaron a limitar el impacto negativo del comunicado de la Fed. Los atentados de Madrid del 11 de marzo provocaron una huida hacia la calidad, pero este movimiento se limitó con rapidez con la decisión del 16 de marzo de la Reserva Federal de mantener sus tipos de referencia, que hizo caer los diferenciales.

La siguiente fase comenzó a mediados de abril, con una revisión al alza de las expectativas de tipos estadounidenses propi-

(3) El denominado *affaire Waldomiro* se produjo al conocerse que un asesor del Jefe del Gabinete del presidente brasileño Da Silva había aceptado sobornos del sector del juego en 2002, antes de tomar posesión en ese cargo.

GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DEL DIFERENCIAL DEL EMBI+
En el primer semestre de 2004



Fuente: Elaboración propia con datos de Reuters.

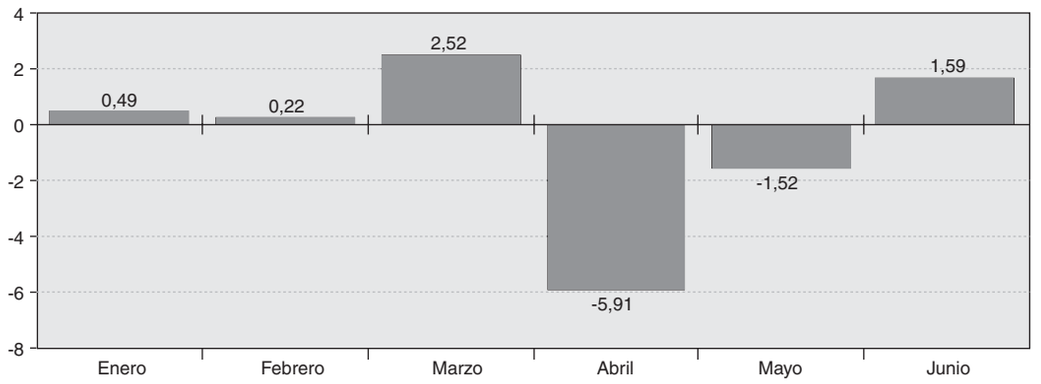
ciada por la mejoría de los indicadores en este país (empleo, ventas minoristas…) y por las nuevas declaraciones de Greenspan, que señalaba la desaparición de la amenaza deflacionista. El aumento del diferencial que experimentó la deuda emergente desde mediados de abril (nivel de 411 puntos básicos el 13 de abril) hasta mediados de mayo (diferencial de 569 puntos básicos el 10 de mayo, máximo del semestre) no sólo se derivó del mayor atractivo relativo proporcionado por los valores estadounidenses, sino que pesó también el hecho de que numerosos inversores habían financiado a crédito sus compras de deuda, aprovechando los reducidos tipos estadounidenses. Las nuevas expectativas les colocaron en una situación difícil, que les llevó a deshacer posiciones.

A mediados de mayo hubo un nuevo cambio de comportamiento, apoyado en las declaraciones de la Reserva Federal y la modificación de expectativas que provocó. En esta ocasión, el Comité de Mercado Abierto de la Fed adelantó que «la política acomodaticia puede ser eliminada a un ritmo que posiblemente será moderado», reduciendo de nuevo las expectativas alcistas de tipos, situación que favoreció a la deuda emergente. Este cambio en las expectativas propició que los inversores se fijaran de nuevo en los sólidos fundamentos económicos de buen número de países emergentes y consideraran que la reacción de las semanas anteriores había sido excesiva.

Este panorama facilitó el repunte del volumen de emisión de deuda emergente y se mantuvo hasta finales del semestre, que cerró a 493 puntos básicos. Si bien este cierre supuso un aumento de 109 puntos básicos desde el mínimo del 8 de enero (384 puntos básicos), representó también un descenso de 76 puntos básicos desde el máximo del 10 de mayo (569 puntos básicos).

Esta tendencia descendente se ha mantenido durante el tercer trimestre y sólo se ha empezado a cuestionar con el mantenimiento de los elevados precios del petróleo, que si bien benefician a los países exportadores y a su deuda, ha debilitado en general a la deuda emergente ante el temor de los efectos de una desaceleración de la economía mundial.

GRÁFICO 3
RENDIMIENTO MENSUAL (%) DEL EMBI+



Fuente: Elaboración propia con datos de Reuters.

El rendimiento mensual del EMBI+ (4) ha respondido a las pautas anteriores, con valores positivos, reducidos en enero y febrero y mayores en marzo, y pérdidas en abril y mayo, que han dado paso nuevamente a rendimientos positivos en junio.

EN PORTADA

Volumen negociado

Según datos de la EMTA (5), la negociación de deuda emergente en el primer semestre de 2004 ascendió a 2.042.000 millones de dólares, un 6,08 por 100 por encima de los 1.925.000 millones de similar período del año anterior.

Este incremento se produjo con más intensidad en el primer trimestre, cuya negociación ascendió a 1.045.000 millones de dólares, un 3 por 100 por encima de los 1.015.000 millones de dólares correspondientes al trimestre anterior y un 24,55 por 100 superior al primer trimestre de 2003, reflejando el atractivo de estos activos entre los inversores internacionales.

En el segundo trimestre, el volumen negociado se redujo un 4,6 por 100 intertrimestral, hasta los 997.000 millones de dólares, si bien todavía fue un 8,2 por 100 mayor que el correspondiente al segundo trimestre de 2003. Este menor volumen negociado se produjo como consecuencia del descenso del precio de los activos, efecto del aumento de diferenciales comentado anteriormente.

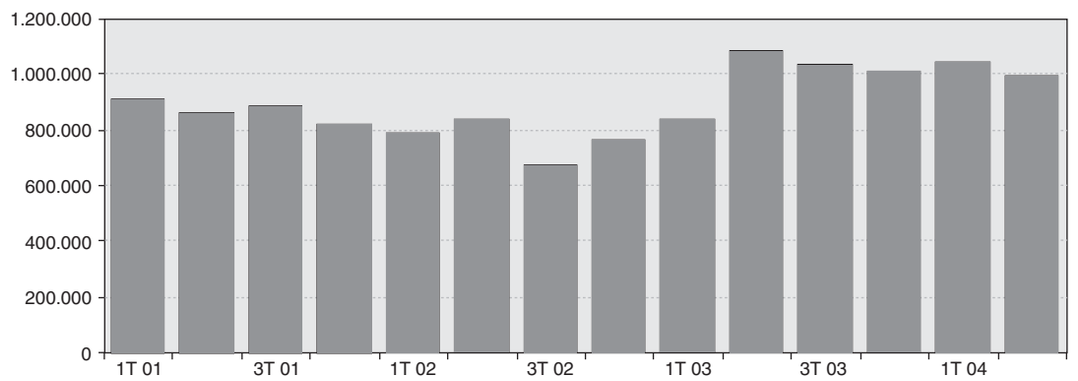
Atendiendo al origen de la deuda emergente negociada, destaca la creciente importancia de Brasil, que desbancó a México en el liderazgo en el primer trimestre de 2004, con un 28,61 por 100 del total negociado. En el segundo trimestre se confirmó esta situación, ya que la deuda brasileña representó casi un tercio de la negociación total. En el conjunto del primer semestre de 2004, el volumen de deuda brasileña negociado ascendió a 624.000 millones de dólares, un 30 por 100 del total.

México ha quedado relegado a una segunda posición en la clasificación por países de la deuda más negociada, tendencia que se agravó en el segundo trimestre. En los primeros seis meses del año se negoció en el mercado secundario deuda emer-

(4) Rendimiento calculado como la diferencia entre los valores de la cesta que forma el EMBI+ a final y a principio del mes.

(5) *Emerging Markets Traders Association* (EMTA) es una asociación fundada en 1990 que agrupa a unas 100 entidades financieras y que publica desde 1992 encuestas trimestrales sobre volumen de negociación en el mercado secundario de deuda emergente. Estas encuestas son contestadas por más de 70 entidades que negocian productos emitidos por más de 90 países.

GRÁFICO 4
VOLUMEN NEGOCIADO DE DEUDA EMERGENTE
(En millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia con datos de EMTA.

gente mexicana por un importe de 450.000 millones de dólares, el 22 por 100 del total.

El siguiente puesto, ya a distancia, correspondió a Rusia, con el 7,20 por 100 del total. Turquía y Suráfrica también ocupan posiciones destacadas. Sobresale la recuperación de la deuda de Argentina, que ocupó la quinta posición en el segundo trimestre.

Por instrumentos, los eurobonos ocupan la primera posición, gracias sobre todo al incremento de su negociación en el primer trimestre. Con un volumen acumulado en los seis primeros meses del año de 949.000 millones de dólares, desbancan a los instrumentos locales y representan el 46,47 por 100 de la negociación total en el mercado secundario.

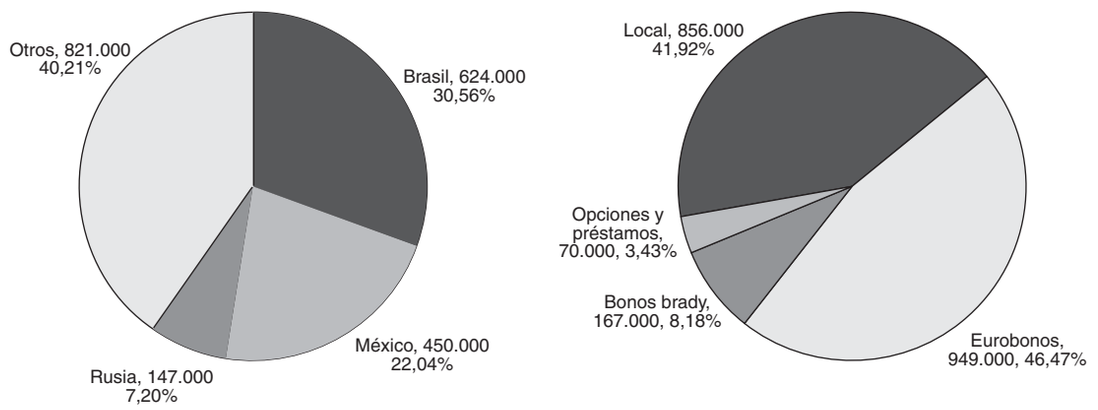
La segunda posición en importancia le corresponde a los instrumentos locales, con un volumen de 856.000 millones de dólares, 41,92 por 100 del total.

Los bonos Brady (6) continúan con su lenta pérdida de peso, tanto en volumen

EN PORTADA

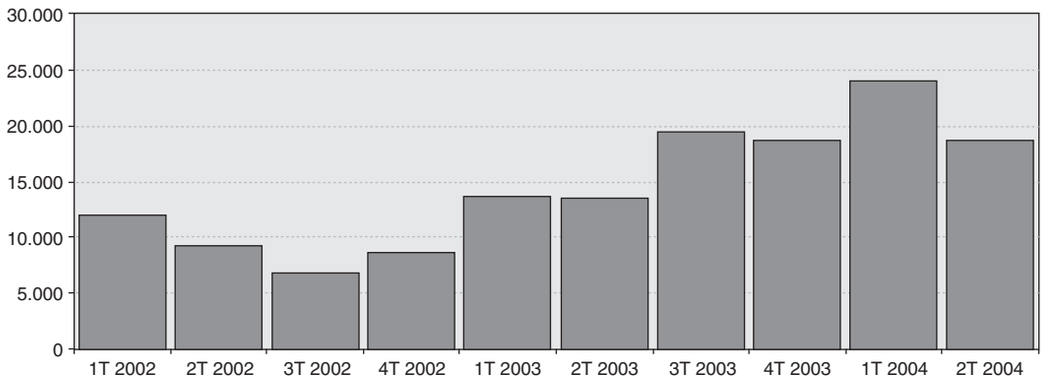
(6) Bonos Brady: bonos que comenzaron a emitirse a finales de los 80 como medio de reestructurar la deuda de los países en desarrollo, básicamente créditos con bancos extranjeros. Deben su nombre al entonces Secretario del Tesoro estadounidense, Nicholas Brady, impulsor del canje de estos créditos por los nuevos bonos.

GRÁFICO 5
DEUDA NEGOCIADA POR PAÍSES Y POR INSTRUMENTOS EN EL PRIMER SEMESTRE DE 2004
(Importes en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia con datos de EMTA.

GRÁFICO 6
EMISIONES NETAS DE DEUDA INTERNACIONAL DE LOS PAÍSES EMERGENTES
(Millones de dólares)



Fuente: BIS (Bank for International Settlements).

(167.000 millones de dólares) como en porcentaje (8,18 por 100), mientras que las opciones y los préstamos presentan un claro valor residual (70.000 millones de dólares y un 3,43 por 100 del total).

EN PORTADA

Mercado primario

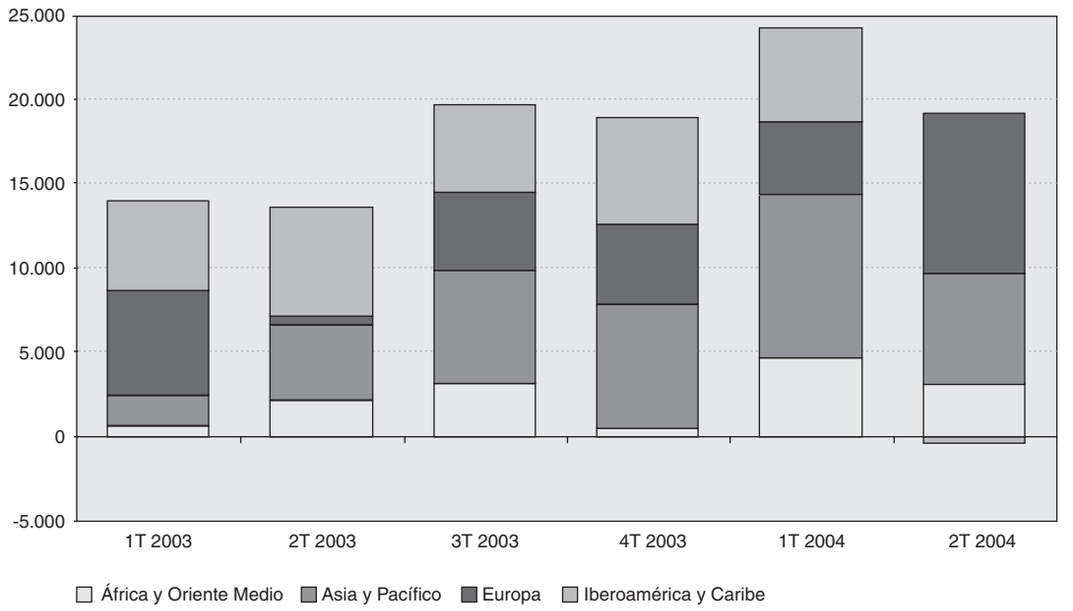
El primer semestre de 2004 se ha caracterizado por un elevado volumen de emisiones. La emisión neta de 42.800 millones de dólares supuso un incremento del 52 por 100 sobre los 28.200 millones de dólares de colocación neta en los mercados emergentes en idéntico período de 2003.

Este repunte fue especialmente significativo en el primer trimestre (24.100 millones de dólares en 2004 frente a 14.700 millones de dólares en 2003, lo que supone un incremento del 64 por 100). Los diferenciales alcanzaron mínimos históricos en enero (384 puntos básicos, de acuerdo con el índice EMBI+ de J. P. Morgan), lo que favoreció la vuelta al mercado de emisores soberanos largamente ausentes, como Pakistán o Indonesia, la colocación de plazos inusualmente largos (20 y 30 años), la cobertura anticipada de las necesidades de financiación de todo el año (Costa Rica, Chile y Jamaica) y el empleo de monedas poco frecuentes (Polonia fue el primer soberano emergente en emitir en francos suizos en los últimos cinco años).

En dicho trimestre, la región más activa fue Asia y Pacífico (9.700 millones de dólares de emisión neta), con mayor protagonismo de las entidades privadas que de los emisores soberanos, característica que se repite desde finales de 2001. Sin embargo, en la segunda región en importancia, Iberoamérica, con 5.500 millones de dólares, la preponderancia de los emisores soberanos fue absoluta. En África y Oriente Medio las entidades financieras fueron las responsables de que se alcanzara un nivel récord de actividad, con 4.600 millones de dólares. Finalmente, en Europa emergente, con 4.300 millones de dólares, el predominio correspondió a los emisores soberanos, si bien destaca la participación de las instituciones financieras rusas.

En el segundo trimestre del año se mantuvo la elevada actividad emisora, con un importe neto de 18.700 millones de dólares, casi un 40 por 100 por encima de los 13.500 millones de dólares del segundo trimestre de 2003. El descenso frente al primer trimestre de 2004 se produjo como consecuencia de la brusca disminución de

GRÁFICO 7
EMISIONES NETAS DE DEUDA INTERNACIONAL POR REGIONES EMERGENTES
(Millones de dólares)



Fuente: BIS (Bank for International Settlements).

las emisiones en mayo y en la primera quincena de junio, consecuencia de la ampliación de diferenciales en ese período.

La región más activa fue Europa emergente, con 9.600 millones de dólares de emisiones netas, en su mayor parte soberanas, si bien también tuvieron un papel activo los emisores privados, en especial algunos ligados al sector energético, que se aprovecharon de los elevados precios del petróleo. En cuanto a los soberanos, se beneficiaron del acceso a la UE de los diez países candidatos y así a los emisores tradicionales como Polonia, Turquía o Rusia se unieron Chequia, Eslovaquia y Hungría.

En Asia, con 6.500 millones de dólares de emisiones netas, se mantuvo la hegemonía de los emisores privados, destacando los de Corea y Taiwán. África y Oriente Medio mantuvieron un elevado volumen de emisión, 3.000 millones de dólares, mientras que en Iberoamérica el saldo neto fue negativo (-500 millones de dólares) por primera vez desde el segundo trimestre de 2002, debido a la reducción de las emisiones soberanas y al aumento de las amortizaciones de las empresas no financieras.

EN PORTADA

Conclusiones

La deuda emergente ha prorrogado durante el primer semestre de 2004 el buen momento del que disfruta desde finales de 2002, como muestran los significativos volúmenes de deuda emitida y de deuda negociada. Sin embargo, esta «edad de oro» de la deuda emergente no puede prolongarse indefinidamente. Aunque el diferencial ha vuelto a alcanzar en los últimos meses de 2004 los mínimos registrados en enero, cada vez es mayor la cautela de los inversores, pendientes de la evolución de los tipos en Estados Unidos. Un aumento de las rentabilidades estadounidenses limitaría, al menos en parte, el atractivo de la deuda emergente, aumentando sus diferenciales, pero sin que se tema la vuelta a las difíciles circunstancias de crisis pasadas. Sin embargo, este esperado cambio de tendencia continúa retrasándose, lo

que ha llevado a los países emergentes a aprovechar esta bonanza incluso para adelantar la financiación de 2005 a los bajos tipos imperantes en la actualidad.

Bibliografía

1. Informes trimestrales del BIS (BIS Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments) (http://www.bis.org/publ/quarterly.htm)
   - Informe de junio de 2004 (incluye los datos de los mercados de deuda internacional en el primer trimestre de 2004) (http://www.bis.org/publ/r_qt0406.htm)
   - Informe de septiembre de 2004 (incluye los datos de los mercados de deuda internacional en el segundo trimestre de 2004) (http://www.bis.org/publ/r_qt0409.htm)
2. Informes trimestrales de la EMTA (http://www.emta.org)

EN PORTADA