

LATIBEX estudia la forma de ampliar su oferta a productos de este segmento

El mercado de Renta Fija Latinoamericana hoy

Latinoamérica, con un volumen de deuda internacional en circulación de aproximadamente 750.000 millones de US\$, representa alrededor del 35% del saldo vivo de deuda emergente global. El mercado de renta fija latam, basado esencialmente en emisiones de Estados soberanos, se ha desarrollado con intensidad en las últimas dos décadas y, a pesar de su fuerte volatilidad actual, hoy presenta características cercanas a las de los mercados más maduros. Su presencia es cada vez mayor en los mercados en US\$, incluso a nivel corporativo y con productos novedosos. El mercado euro es, por el momento, un reto pendiente.



Rafael Macía Castillo,
Product Manager - Latam
BBVA Área de Mercados

La renta fija latinoamericana es un segmento dinámico de los mercados de capitales internacionales que refleja el peso de la región en la economía global. El mercado ha avanzado notablemente desde los años 80 (época en que la inestabilidad financiera en muchos de los países de la región desembocó en el Plan Brady y dio origen a los instrumentos que, durante muchos años, representaron los bonos de referencia en este mercado -los Bonos Brady-). En el momento actual, si bien los episodios de volatilidad extrema se han seguido repitiendo en el pasado más reciente (crisis brasileña de enero de 1999 y default argentino de finales del 2001)-justificando así en alguna medida las altas rentabilidades ofrecidas por los bonos latinoamericanos-, el mercado está mostrando algunos indicios que apuntan hacia un mayor grado de madurez.

El primero de estos factores es una diferenciación clara entre los riesgos de los distintos países. El espectro de ratings que cubren los distintos riesgos soberanos latinoamericanos (esto es, los bonos emitidos en moneda internacional por el gobierno de cada país) es amplio, abarcando desde niveles muy bajos para la Argentina (dada la coyuntura actual del país) a calificaciones de grado de inversión para Chile y, más recientemente, México.

El segundo indicio es la sustitución gradual (vía canjes) de los Bonos Brady emitidos en

los 80 (con estructuras complejas y-en algunos casos-garantizados parcialmente con instrumentos del Tesoro de los EE.UU.) por bonos "globales" que reflejan más fielmente el riesgo crediticio de los emisores.

Un tercer elemento a tener en cuenta sería el acceso de los emisores latinoamericanos a nuevas monedas y mercados. Los emisores soberanos más importantes aprovecharon de entrada las oportunidades brindadas por la aparición del euro para acceder a una nueva base de inversores. Este proceso se ha frenado de manera importante en el pasado muy reciente (por razones que trataré de apuntar más adelante), pero es previsible que el mercado en euros de bonos latinoamericanos se fortalezca de nuevo una vez que las condiciones sean más propicias. Simultáneamente, el acceso de emisores latinoamericanos (tanto soberanos como del sector privado) a los mercados de capitales domésticos ha crecido de forma notable. Un claro ejemplo es México, donde ya existe una curva de rentabilidades en pesos (a tasa fija) que abarca desde el muy corto plazo hasta vencimientos de 10 años.

El último, y tal vez más relevante, factor que denota el aumento de madurez del mercado de renta fija latam es la presencia recurrente de las grandes empresas latinoamericanas en el mercado de capitales en US\$ (en condiciones ventajosas). Los grandes grupos industriales estatales o privados de Latinoamérica (como pueden ser las empresas petroleras de Brasil y México) son nombres muy reconocidos en los mercados internacionales (sobre todo en US\$) y de manera creciente son comparados a empresas parecidas en mercados más desarrollados (en cuanto a actividad y rating). De hecho, se da el caso de algunas empresas que por



su calidad, tamaño o importancia, obtienen una calificación crediticia superior a la de los bonos soberanos de su país de residencia. Asimismo, se han desarrollado nuevos productos que permiten resaltar la calidad crediticia "intrínseca" del emisor corporativo, aislándolo en cierta medida del riesgo de su país de residencia, y redundando así en condiciones de financiación más ventajosas.

[LA RENTA FIJA COMO FUENTE DE FINANCIACIÓN PARA LATINOAMÉRICA]

Estamos pues hablando de un mercado con fuerte potencial de desarrollo pero de limitada repercusión como fuente de financiación de la región. Hay que tener en cuenta que en las grandes economías latinoamericanas, la inversión extranjera directa es, con diferencia, la mayor fuente de financiación. Un ejemplo de ello es Brasil: contra necesidades de emisión de bonos soberanos de unos 5.000 millones de US\$ anuales, la inversión extranjera directa en el año 2001 ascendió a unos 20.000 millones de dólares. La inversión extranjera directa beneficia tanto al sector privado tanto como (vía privatizaciones) al público. La situación en México no es muy dis-

tinta: la inversión extranjera directa en 2001 superó los 21.000 millones de dólares, mientras que las necesidades de emisión neta de deuda en divisas son insignificantes.

[PREDOMINANCIAS DE EMISORES SOBERANOS]

En el contexto definido, los emisores más activos en renta fija en Latinoamérica son, con diferencia, los estados soberanos. Con anterioridad a las dificultades por las que atraviesa el país, la Argentina era un emisor muy recurrente, y Brasil también es un jugador muy importante. El caso de México es algo distinto: si bien los bonos mexicanos son un componente importante de este mercado, el desarrollo creciente del mercado local hace que las necesidades de emisión del soberano en divisa sean cada vez menores (si bien la Hacienda mexicana mantiene su presencia ante los inversores con emisiones esporádicas de gran tamaño). La presencia de emisores corporativos se reduce, con pocas excepciones, a empresas punteras de la región (aquellas con participación estatal o con el tamaño suficiente para tener una cotización bursátil en el Latibex de Madrid o

en ADRs en la bolsa de Nueva York). En las economías más pequeñas de la región, esta preponderancia del sector público frente al privado en los mercados de renta fija internacional se vuelve más clara (con la excepción de Chile, país cuyos ratings tanto soberanos como corporativos permiten una financiación competitiva en los mercados internacionales -si bien en este caso, el mercado local está muy fuertemente desarrollado-). En cuanto al euros, la falta de conocimiento por parte de los inversores de los fundamentales y los riesgos asociados a la mayor parte de los nombres corporativos latinoamericanos ha impedido, hasta la fecha, un mercado activo para estos emisores. Sólo las grandes empresas (por ejemplo, Pemex en México) y las filiales latinoamericanas de grandes grupos europeos han podido acudir de forma exitosa al mercado, y la actividad en el pasado reciente ha sido prácticamente nula.

[LOS INVERSORES EUROPEOS SE CENTRAN, DE MOMENTO, EN DEUDA PÚBLICA ESTATAL]

Por las razones anteriormente apuntadas el interés de los inversores europeos en este mercado ha estado centrado en los riesgos >

> soberanos. Un caso particular ha sido el gran apetito mostrado por los inversores italianos por el riesgo argentino hasta principios del 2001; esta situación hizo que la Argentina fuese el emisor más exitoso en el entorno euros a finales de los 90. Los acontecimientos en la Argentina desde verano del 2001 han llevado esta situación a un abrupto fin, y de hecho han tenido un impacto significativo en el apetito de los inversores europeos por el riesgo latinoamericano en general (no reflejando el mercado euros tan claramente la segregación entre los distintos países que se observa en el mercado en US\$). Así, solo dos emisores soberanos han logrado acudir al mercado euros en lo que va de año: Brasil con un 7 años que tuvo una recepción tibia en el mercado-el plazo era quizás demasiado largo para el entorno actual-y Chile con un 3 años lanzado simultáneamente a una emisión en US\$ a cinco años.

**INNOVACIONES QUE HAN
DESPERTADO INTERÉS**

Sin embargo, el mercado en US\$ sigue activo, con emisiones recurrentes tanto soberanas (México, Brasil, Chile, etc.) como corporativas (Pemex, Petrobras, bancos brasileños, etc.). Y en este contexto, es donde se pone especialmente de manifiesto la amplia gama de productos de renta fija existentes en Latinoamérica y el grado de madurez e innovación alcanzados. Recientemente ha habido varios nuevos desarrollos en el mercado que han despertado un vivo interés:

- **Emisiones con PRI o PRP:** Con el fin de aislar en gran medida el riesgo crediticio de algunas de las grandes empresas latinoamericanas del riesgo "país" derivado de su domicilio, se ha optado por hacer emisiones con political risk insurance (PRI) o political risk protection (PRP). Estos instrumentos incorporan una póliza de seguros (en el caso de PRI) o una carta de crédito emitida por un banco de primera fila (PRP) que garantizan el pago de (normalmente) tres cupones en la divisa del bono (US\$) en caso de que surjan problemas de convertibilidad o transferibilidad de divisas en el país de origen. Esto reduce de forma importante los riesgos "políticos" inherentes a estos bonos, permitiendo un aumento del rating (generalmente en dos escalones) y una reducción del coste de

<El mercado de renta fija latam, basado esencialmente en emisiones de Estados soberanos, se ha desarrollado con intensidad en las últimas dos décadas y, a pesar de su fuerte volatilidad actual, hoy presenta características cercanas a las de los mercados más maduros. >



financiación. El interés por parte de los inversores radica en la menor volatilidad de estos bonos en el mercado (en comparación a los bonos soberanos o aquellos del mismo emisor sin esta "mejora") y en una mayor rentabilidad (en comparación a emisiones de rating similar de empresas en el mismo sector en países más desarrollados). Llevando esta práctica al extremo, se han hecho emisiones de titulización de activos con garantía total e irrevocable por parte de compañías de seguros, que reciben calificación crediticia AAA (emisiones wrapped).

- **Capital securities:** la legislación de algunos países ha permitido la emisión exitosa por parte de bancos de instrumentos "hí-

bridos" entre capital y deuda (como ya existen en los EE.UU. y Europa). Así, BBVA Bancomer de México hizo una muy exitosa emisión de instrumentos con tratamiento Tier I a principios de 2001, y más recientemente, la União de Bancos Brasileños (Unibanco) emitió una nota subordinada Tier II (que, además, contaba con PRP).

- **Credit-linked notes:** Con el paulatino desarrollo del mercado de derivados de crédito, diversas instituciones financieras han estructurado notas cuya rentabilidad está ligada a la evolución de la prima de riesgo de un país o una empresa latinoamericana. La mayor rentabilidad que se obtiene de esta forma queda compensada por la renuncia a percibir tanto intereses

como principal por parte del inversor en caso de ocurrir un "evento crediticio". En este último caso, el inversor recibirá un bono emitido originalmente por el riesgo de referencia (o el equivalente en efectivo). Estas emisiones suelen ser hechas a medida y tienen poca liquidez.

- **Debt Exchangeable into Common Stock (DECS):** El Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES) de Brasil, ente encargado de la privatización de las empresas estatales, ha comenzado a emitir bonos que incluyen un opción de conversión en acciones ordinarias de las empresas a privatizar (hasta la fecha, se ha hecho una emisión convertible en acciones de la empresa aeronáutica Embraer). Este tipo de emisiones llega a un amplio espectro de inversores (tanto de renta fija como renta variable) y es previsible que continúen tras las elecciones que se celebran este año en Brasil.

Hay que insistir que todos estos desarrollos han tenido lugar en el mercado de US\$, y que su incorporación al mercado euros solamente debe esperarse una vez que el mercado "tradicional" en esta divisa para el crédito latinoamericano recobre su tono.

LA ACTIVIDAD EMISORA DE LAS MULTINACIONALES ESPAÑOLAS CON INTERESES EN LA ZONA

La decisión de levantar fondos al nivel de la matriz o de las filiales la tienen que tomar todas las empresas multinacionales, y en ella intervienen muchas variables (incluyendo el coste de la financiación, el acceso a nuevos inversores, etc.). En el caso de las empresas españolas con intereses en Latinoamérica, la emisión a escala de las filiales no ha sido muy activa, dada la diferencia de costes de financiación existente. Sin embargo, en los mercados más fuertes de la región (por ejemplo, Chile) sí se han visto emisiones exitosas (Compañía Telefónica de Chile y Enersis / Endesa Chile-incluso en euros).

FACTORES A TENER EN CUENTA A LA HORA DE INVERTIR EN RENTA FIJA LATINOAMERICANA

Como en cualquier decisión de inversión, el principal componente a tomar en cuenta al considerar la renta latinoamericana es la combinación entre rentabilidad y riesgo.

Dependiendo de los países, y dentro de ellos, de los distintos emisores (soberanos o del sector privado) hay perfiles de rentabilidad/riesgo muy distintos que el inversor debe estudiar muy detenidamente. Las rentabilidades muy altas reflejan, por lo general, un componente de riesgo elevado (como la experiencia argentina ha demostrado recientemente). Dicho esto, es indudable que Latinoamérica, representando el 8.6% de la población mundial más del 5% de la economía global, tiene cabida en las carteras diversificadas.

A parte del factor fundamental mencionado en el párrafo anterior, existen ciertos acuerdos fiscales suscritos de forma bilateral entre diversos países de la Unión Europea y algunas repúblicas suramericanas, que conllevan a un tratamiento fiscal favorable a los intereses percibidos. En cualquier caso, estas consideraciones ocupan un lugar secundario, siendo el análisis rentabilidad/riesgo el más importante.

LA IMPORTANCIA DEL RATING

El rating es una herramienta valiosísima a la hora de hacer el análisis rentabilidad/riesgo que he mencionado. Su principal virtud es que permite conocer las estimaciones de la probabilidad de pago de un emisor o bono específico hechas por agentes independientes y con una trayectoria establecida en el mercado (las agencias de rating). Ahora bien, el inversor debe decidir si, en comparación a ratings similares, un instrumento ofrece un rendimiento atractivo o no, y cuál es el perfil de riesgo que desea tener en su cartera. Una vez hechos estos análisis, la renta fija latinoamericana ofrece un espectro muy amplio de opciones: riesgos supranacionales de muy alta calidad (Corporación Andina de Fomento), riesgos soberanos de "grado de inversión" (Chile y México), riesgos corporativos de grandes grupos (por ejemplo, Pemex y Petrobras), etc.

QUÉ SE ESPERA EN EL CORTO PLAZO

En cuanto a las perspectivas a corto plazo, es previsible que el mercado siga activo, con una concentración de nuevas emisiones en los dos países más importantes de la región: México y Brasil. En el primer caso, el desarrollo del mercado local en pe-

ros representa una competencia importante para los bonos en divisas, pero las grandes empresas que buscan financiación a plazos largos (10 años o más) seguirán acudiendo al mercado en US\$ (donde, además, los ratings de grado de inversión permiten el acceso a nuevos tipos de inversores). En el caso de Brasil, la celebración de elecciones presidenciales en el país añade un elemento de incertidumbre que, en cualquier caso, no debería impedir el normal desarrollo en los mercados de capitales. Sin embargo, en este contexto es previsible que (para satisfacer la demanda de los inversores), las nuevas emisiones no soberanas se concentren en el segmento de "protección política".

La coyuntura actual en la Argentina no permite el acceso del país austral a los mercados internacionales, y la normalización de la situación requiere como paso previo la reestructuración de la deuda en circulación (proceso que se prevé largo y complejo).

EL POSITIVO ACERCAMIENTO DE LATIBEX AL SEGMENTO DE RENTA FIJA LATINOAMERICANA

Por último me gustaría apuntar un par de aspectos que me parecen importantes acerca de la posibilidad de que se negocien productos de renta fija latinoamericana en Latibex. A este respecto, cualquier iniciativa que permita un acceso más amplio de los inversores a la renta fija latam y que, al mismo tiempo, ayude a aumentar la liquidez y transparencia del mercado, siempre sería positiva. En este sentido, Latibex y la bolsa de Madrid gozan de una situación privilegiada, dados los fuertes lazos que unen a España con Latinoamérica y la existencia de un mercado similar para la renta variable (siendo, como ya he comentado, los emisores corporativos en la mayoría de los casos los mismos que tiene sus acciones cotizadas en el Latibex). Adicionalmente, este posible papel de Latibex se vuelve más importante porque, aunque la penetración de la renta fija latinoamericana en las carteras institucionales europeas es superior a lo que se observa en España, un mercado radicado en Madrid serviría de puente entre la Unión Europea y Latinoamérica como región, de forma especialmente idónea. □