



## DEUDA SOBERANA DE MERCADOS EMERGENTES EN MONEDA LOCAL VERSUS DEUDA SOBERANA EN MONEDA FUERTE: DIVERSIFICACIÓN Y FUNDAMENTOS SÓLIDOS

*Por Colchester Global Investors.*

La deuda pública de los mercados emergentes (“EM”) en moneda local ha pasado por una serie de ciclos desde principios de la década de 2000, cuando estos mercados se volvieron más líquidos, se comercializaron ampliamente y comenzaron a ser vistos como destinos de inversión viables. Como todos los mercados de bonos, sus rendimientos han tenido altibajos en función de sus perspectivas de inflación, el contexto macroeconómico, el marco de políticas y la fortaleza y debilidad de sus monedas. Después de enfrentar una serie de obstáculos en el pasado reciente, creemos que la clase de activos ahora está bien posicionada para beneficiarse de un repunte sostenido. Específicamente, un dólar estadounidense caro que debería volver progresivamente a promedios de largo plazo, rendimientos reales relativamente altos y atractivos, una gestión macroeconómica sólida y una inflación relativamente baja y estable en las principales economías dentro de la clase de activos en moneda local respaldan la justificación de un desempeño sostenido.

Si bien tanto la deuda soberana en moneda fuerte de los mercados emergentes como la deuda soberana en moneda local llevan el apodo de “mercados emergentes”, las características y la calidad crediticia de ambas son diferentes. Las economías con calificaciones crediticias más sólidas suelen financiarse internamente en moneda local, en lugar de hacerlo en moneda fuerte (por ejemplo, mediante la emisión de deuda denominada en dólares estadounidenses). Esto tiene la ventaja de eliminar el riesgo cambiario y, al mismo tiempo, proporciona un instrumento de inversión más adecuado para los ahorristas nacionales y las instituciones financieras locales. También reduce la

dependencia de los flujos de capital extranjero, a veces volubles. En cambio, los gobiernos de las economías más débiles a menudo no tienen más remedio que emitir en moneda fuerte. El resultado neto es una calificación crediticia promedio más baja del índice de bonos de mercados emergentes en moneda fuerte en comparación con su equivalente en moneda local.

Dado que los rendimientos de la deuda de los mercados emergentes en moneda fuerte están impulsados principalmente por la dirección del mercado de deuda emitida por el tesoro de EE.UU. y las primas de crédito de cada país, la deuda de los mercados emergentes en dólares tiene un precio similar al de los bonos corporativos denominados en dólares, con niveles de diferenciales agregados también ajustados, en comparación con la historia. Un aumento en los rendimientos de los bonos del tesoro generalmente provoca un aumento en los rendimientos de los bonos valorados en relación con ellos, y viceversa. En cambio, los rendimientos de la deuda en moneda local están impulsados más por factores económicos y financieros internos y, por lo tanto, son algo menos sensibles a los cambios en las condiciones financieras globales (aunque claramente no son inmunes). Además, la deuda en moneda local suele estar en manos predominantemente de inversores locales, aunque los inversores extranjeros también participan en estos mercados, y sus rendimientos también se ven afectados por la dirección de la moneda. En consecuencia, los rendimientos de los bonos tailandeses pueden diferir, y de hecho lo hacen, de los de Sudáfrica o Colombia, ya que cada mercado se sustenta en sus propias perspectivas de inflación, contexto macroeconómico, etc., no necesariamente en

lo que sucede en el mercado de deuda del tesoro de Estados Unidos. Dentro de una cartera agregada de múltiples activos, es probable que esto –en promedio y con el transcurso del tiempo– conduzca a que la deuda en moneda local ofrezca potencialmente mejores características de diversificación en comparación con su contraparte en moneda fuerte, ya que el mercado de bonos de cada país está respondiendo a su propio conjunto de condiciones macroeconómicas y financieras.

El proceso desinflacionario que se está produciendo actualmente en muchos de los principales mercados emergentes no sorprende, dado que las autoridades de estas economías fueron en gran medida muy oportunas y decisivas a la hora de endurecer la política monetaria ante el deterioro de las perspectivas de inflación en el año 2021. En Brasil y México, por ejemplo, los respectivos bancos centrales comenzaron a aumentar las tasas unos 12 meses antes que la Reserva Federal de Estados Unidos. Las altas tasas de interés nominales ofrecidas, combinadas con la mejora de las perspectivas de inflación, están presentando rendimientos reales potencialmente altos en muchos de los mercados de bonos en moneda local de los mercados emergentes. Esto hace que estos mercados sean atractivos tanto en términos absolutos, como relativos en comparación con sus contrapartes del mundo desarrollado, incluido Estados Unidos.

En nuestro marco de valoración de divisas, creemos que el tipo de cambio real proporciona una métrica útil para evaluar el valor relativo de diferentes monedas. El análisis de Colchester estima que el dólar estadounidense está sobrevaluado alrededor del 30% en términos reales frente a una canasta igualmente ponderada de cinco monedas importantes del mundo desarrollado, y se encuentra en un nivel similar de sobrevaluación frente a una canasta diversificada de monedas de mercados emergentes. Por lo tanto, la historia sugiere que se puede esperar una debilidad significativa del dólar en el mediano y largo plazo, lo que históricamente ha llevado a que la deuda en moneda local tenga un desempeño superior al de la deuda en moneda fuerte.

Los atractivos rendimientos reales, la posibilidad de nuevas caídas o estabilización de la inflación, la mejora de la estabilidad macroeconómica en gran parte del espacio de deuda de los mercados emergentes en moneda local, y una significativa subvaluación del tipo de cambio real frente al dólar estadounidense, proporcionan un contexto positivo para la deuda soberana en moneda local en el futuro.