

JUNIO 2024

DEUDA DE LOS MERCADOS EMERGENTES: DESMONTANDO SEIS MITOS COMUNES

**Alejandro Arevalo** Gestor de inversiones**Reza Karim** Gestor de inversiones

Durante las dos últimas décadas, la deuda emergente en divisa fuerte se ha convertido en una clase de activos relativamente frecuente en las carteras de los grandes inversores institucionales y los gestores discrecionales. Sin embargo, siguen circulando varios mitos sobre la deuda de los mercados emergentes, lo que podría explicar por qué algunos inversores tienen una exposición limitada a esta clase de activos, o incluso la evitan. En este artículo, comentamos, y desmontamos, algunas de estas ideas erróneas.

Mito 1. La deuda emergente en divisa fuerte es una clase de activos de nicho, sobre todo los bonos corporativos

Algunos inversores creen que la deuda emergente en divisa fuerte es tan solo un pequeño subconjunto del universo de la renta fija que ofrece un diferencial. Sin embargo, la realidad es que la deuda emergente en divisa fuerte representa un universo de inversión valorado en 4 billones de dólares entre la deuda pública, la cuasipública y la corporativa (fuente: JP Morgan, datos a 30.04.24).

Poniendo estas cifras en contexto, los 4 billones de dólares en que está cifrado el universo de la deuda emergente en divisa fuerte prácticamente duplica la suma de los mercados de bonos High Yield en dólares y euros. De esos 4 billones, más de 2,5 billones corresponden a empresas (incluidos emisores cuasipúblicos). Por lo tanto, el mercado de bonos corporativos emergentes en divisa fuerte es mayor que su equivalente público.

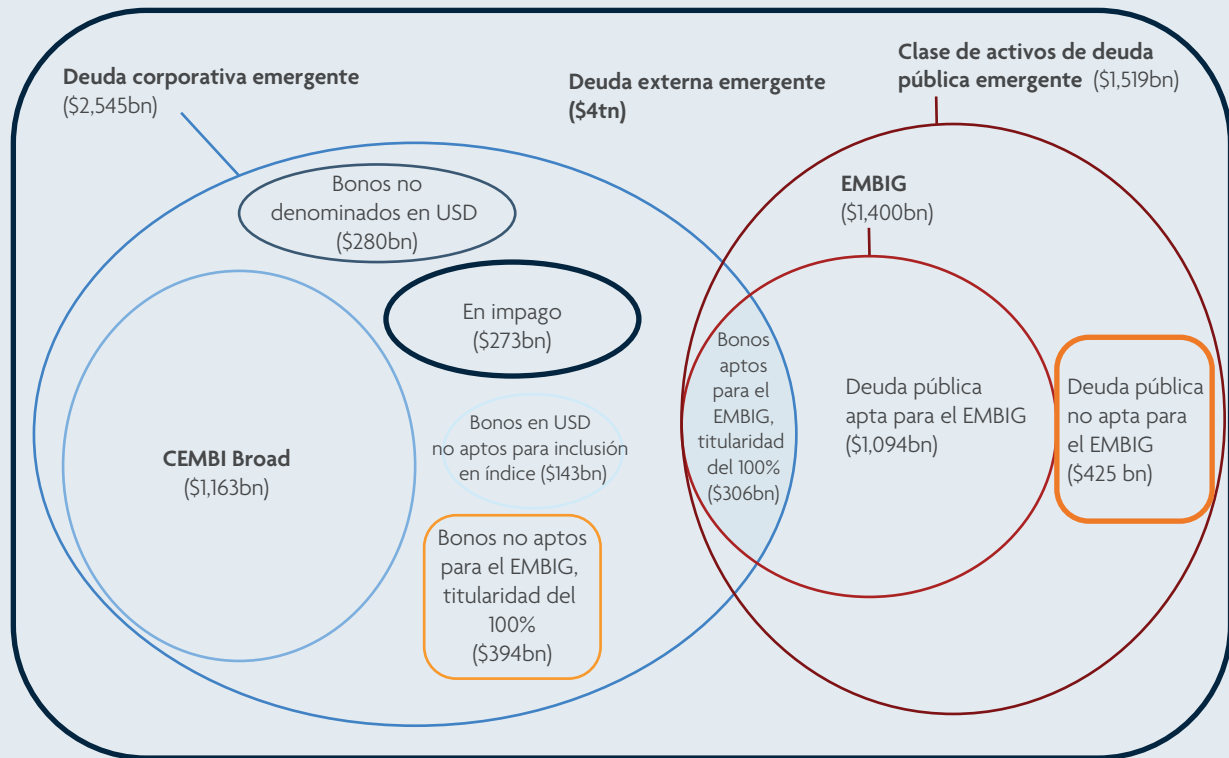
Los índices de deuda emergente de JP Morgan

JP Morgan suele ser el principal proveedor de índices tanto para la deuda pública como para la deuda corporativa de los mercados emergentes y ofrece dos series muy conocidas:

- **El JP Morgan Emerging Markets Bond Index (EMBI)** y su serie de índices, como el JP Morgan EMBI Broad Diversified, es la principal referencia para las exposiciones a deuda pública y deuda corporativa cuasipública (es decir, emitida por empresas de titularidad 100% pública) en divisa fuerte.
- **El JP Morgan Corporate Emerging Markets Bond Index (CEMBI)** y su serie de índices, como el JP Morgan CEMBI Broad Diversified Index, es la principal referencia para las exposiciones a bonos corporativos que no son cuasipúblicos.

Conviene señalar que no todos los bonos incluidos en el universo de inversión forman parte de los índices empleados habitualmente como referencias. Como ocurre con cualquier índice, los de JP Morgan cuentan con criterios de inclusión que determinan qué bonos emergentes en divisa fuerte se integran en un determinado índice. Por ejemplo, en lo que respecta a la deuda corporativa, el CEMBI excluye todos los bonos con un vencimiento inicial inferior a 2,5 años y un vencimiento restante inferior a 0,5 años. Otro factor que puede determinar la inclusión en los índices es el importe mínimo en circulación, que es de 300 millones de dólares en el caso del CEMBI y de 500 millones de dólares en el caso del EMBI. Como resultado de este tipo de exclusiones, los inversores que recurren a estrategias pasivas podrían perderse las oportunidades que ofrecen las áreas del mercado que no reúnen las condiciones para formar parte de los índices.

Desglose del universo de deuda emergente



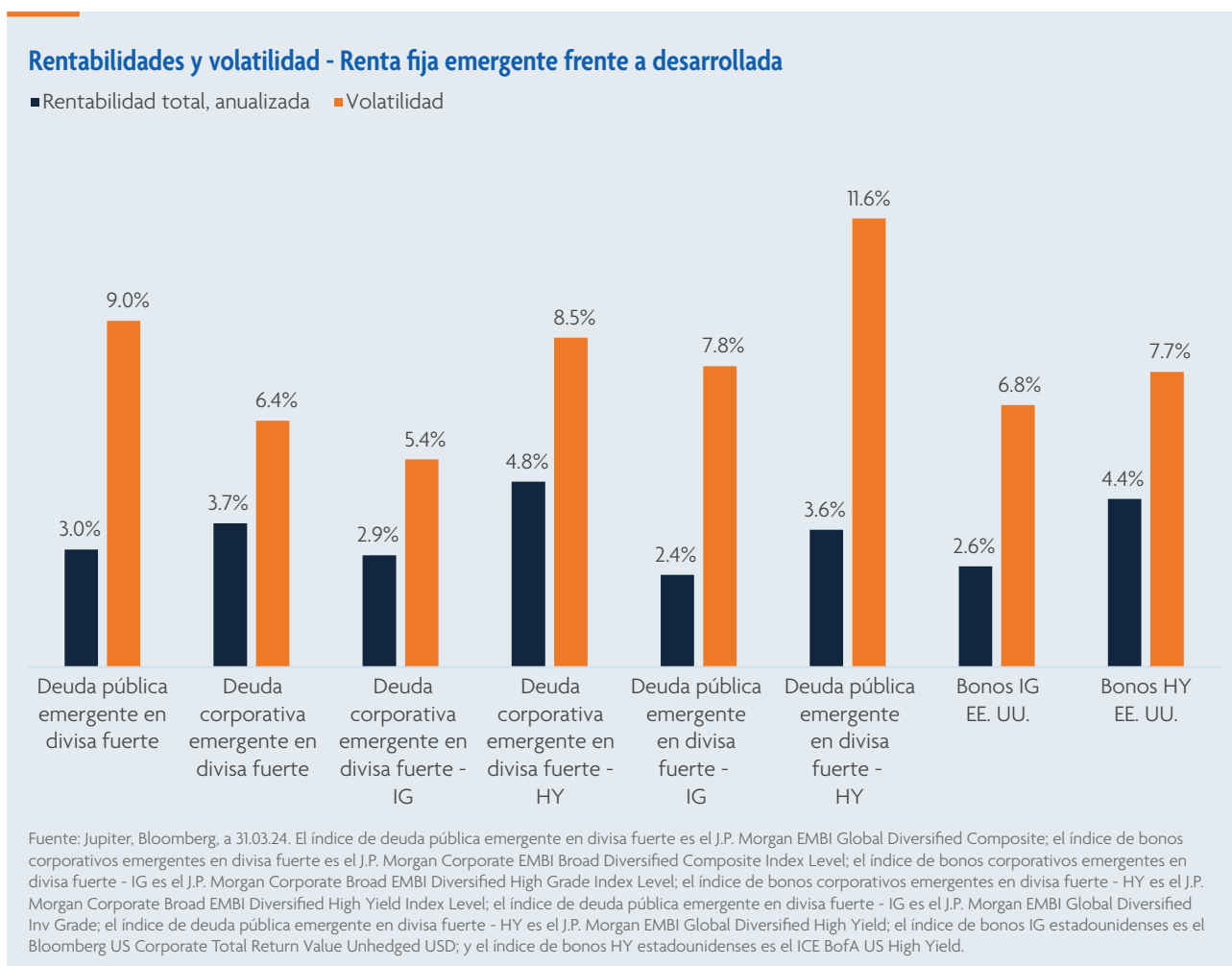
Fuente: JP Morgan, a 31.03.24

Mito 2. La deuda emergente tiene más riesgo que la deuda corporativa de los mercados desarrollados

Los inversores a menudo ven la deuda emergente como una clase de activos con más riesgo que la deuda corporativa de los mercados desarrollados. Sin embargo, esta percepción no está respaldada totalmente por los datos y es preciso realizar cierta diferenciación en cuanto a la composición de los índices.

El perfil de volatilidad del universo emergente es bastante diverso. Los bonos corporativos emergentes han mostrado mucha menos volatilidad que la deuda pública emergente durante los últimos diez años; eso no es fruto de la casualidad, sino que procede de diferencias claras en materia de composición.

Cuando se compara la deuda emergente con los mercados desarrollados y se diferencia entre los bonos Investment Grade (IG) y High Yield (HY), los bonos corporativos emergentes IG no solo han sido menos volátiles que la deuda pública emergente IG, sino también que la deuda IG estadounidense. En el segmento High Yield, los bonos corporativos emergentes High Yield solo han sido ligeramente más volátiles que la deuda High Yield estadounidense y menos que la deuda pública emergente HY.



Mito 3. La deuda pública emergente en divisa fuerte y los bonos corporativos emergentes presentan composiciones similares

A menudo los inversores ven los mercados emergentes como un universo homogéneo o como algo que se define siempre de una forma muy específica. Sin embargo, en la práctica no existe una definición universal de los mercados emergentes. A la pregunta de qué requisitos debe reunir un estado o una empresa emergente para formar parte de los índices de bonos y acciones, la respuesta podría ser muy diferente dependiendo de la clase de activos y el proveedor de índices.

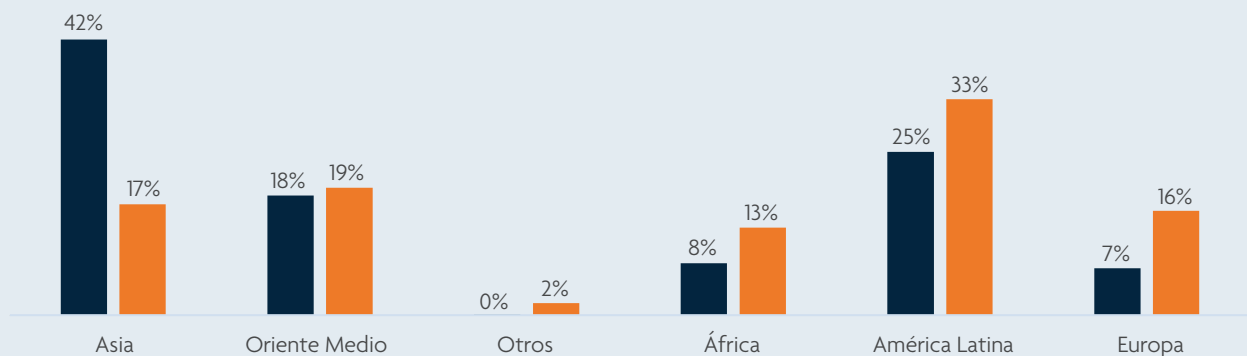
Como decíamos, JP Morgan es el principal proveedor de índices de renta fija emergente y el EMBI GD y el CEMBI BD son las dos principales referencias, respectivamente, para la deuda emitida en divisa fuerte por entidades públicas y cuasipúblicas y por empresas. A pesar de haber sido creados por el mismo proveedor, las dos series de índices siguen diferentes reglas a la hora de determinar qué países se clasifican como «mercados emergentes». En el caso del EMBI, se consideran los países por debajo de un determinado umbral de producto interior bruto, mientras que en el CEMBI se utilizan criterios regionales simples.

El índice de bonos corporativos emergentes resultante suele tener más exposición a Asia y, en especial, a países asiáticos Investment Grade, como Corea del Sur, Singapur, Taiwán y Tailandia, mientras que el índice de deuda pública emergente en divisa fuerte suele tener más exposición a Latinoamérica, Europa y África, sobre todo en países High Yield.

Estas diferentes composiciones atendiendo a los países también dan lugar a diferentes perfiles de calificaciones crediticias: el CEMBI BD es un índice IG con una calificación media de BBB-, mientras que el EMBI GD posee una calificación de BB+ que lo coloca en territorio HY. Las dos fuentes clave de volatilidad (el riesgo de crédito y el riesgo de duración) son más bajas en el universo de empresas comparado con el de estados.

Desglose regional: deuda corporativa emergente frente a deuda pública emergente en divisa fuerte

■ Deuda corporativa emergente ■ Deuda pública emergente



Los 10 principales países por peso no incluidos en los índices de ME corporativos y ME en divisa fuerte

No incluido en deuda pública	Corea del Sur	Singapur	Macao	Israel	Taiwán	Tailandia	Rep. Checa	Mauricio	Tanzania	Burkina Faso
No incluido en deuda corporativa	Rumanía	Uruguay	Angola	Sri Lanka	Kenia	Pakistán	El Salvador	C. de Marfil	Azerbaiyán	Serbia

Fuente: Jupiter, Bloomberg, a 31.03.24. El índice de bonos corporativos emergentes es el JPM CEMBI Broad Diversified y el índice de deuda corporativa emergente en divisa fuerte es el JPM EMBI Global Diversified.

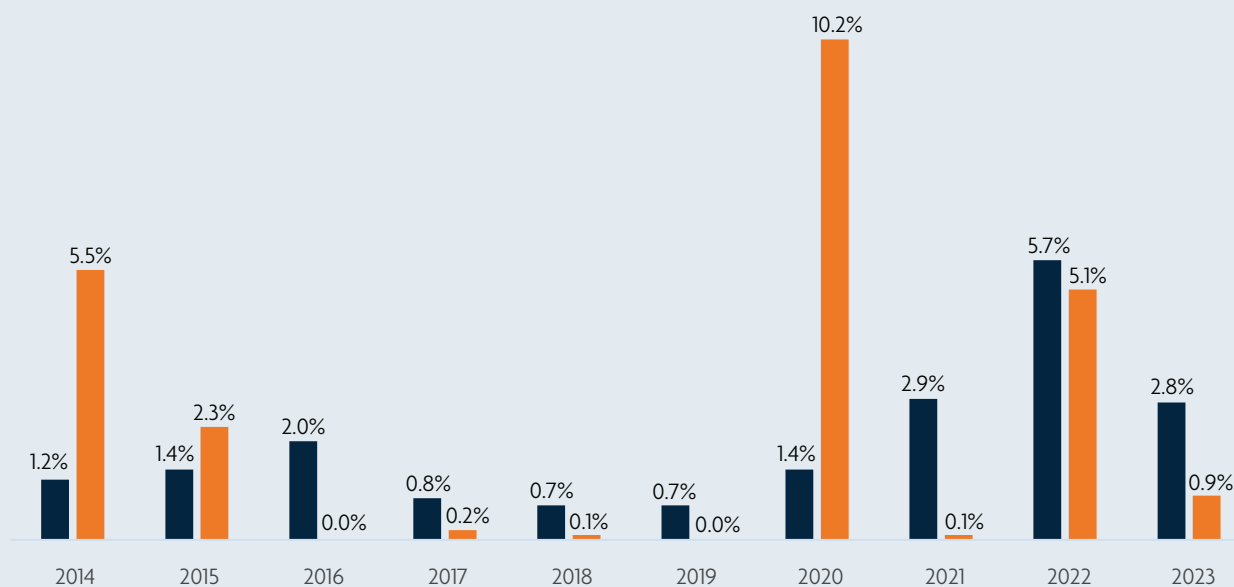
Mito 4. Los bonos emitidos por empresas “tienen más riesgo” que los emitidos por estados

Otra idea errónea habitual es que los bonos corporativos emergentes en divisa fuerte generalmente tienen más riesgo que la deuda pública emergente en divisa fuerte. Cabría esperar que un bono corporativo presente un nivel de riesgo de impago similar o superior al de un título de deuda emitido por el gobierno del país en el que la empresa tiene su sede. Sin embargo, en la práctica eso no significa que la deuda corporativa tenga más riesgo que la deuda pública desde el punto de vista de las clases de activos.

Los datos de volatilidad muestran que los bonos corporativos tienen menos riesgo que la deuda pública. La mayor calidad crediticia (como se ha mencionado antes) significa que los bonos corporativos han registrado tasas de impago más bajas que la deuda pública durante los últimos 10 años; así, la tasa de impago de los bonos corporativos promedia un 2,0%, frente al 3,1% de la deuda pública. De nuevo, la menor volatilidad de los bonos corporativos se debe principalmente a las diferencias en materia de composición y estructura de los índices.

Tasas de impago históricas - Deuda corporativa emergente frente a deuda pública emergente

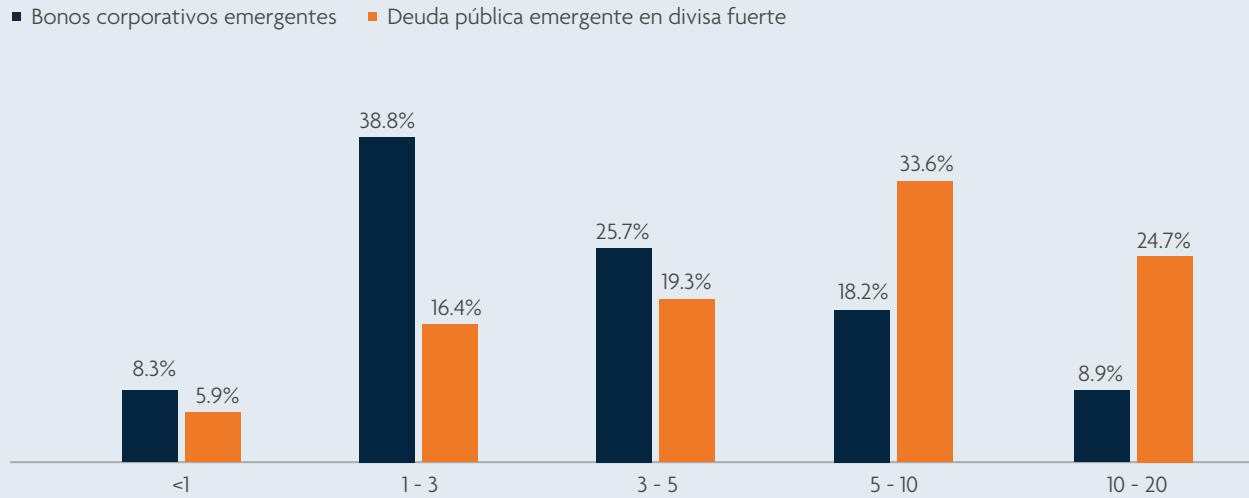
■ Bonos corp. emergentes (menos 100% cuasipúblicos) ■ Deuda pública emergente



Fuente: Jupiter, Bloomberg, a 31.03.24. El índice de bonos corporativos emergentes es el JPM CEMBI Broad Diversified y el índice de deuda corporativa emergente en divisa fuerte es el JPM EMBI Global Diversified.

Otro elemento que propicia esta menor volatilidad es la duración y la duración de diferencial más bajas de los bonos corporativos, ya que, de media, suelen emitirse con vencimientos más cortos. A finales de marzo de 2024, el índice CEMBI BD presentaba una duración efectiva de 4,2 años, frente a los 6,6 años del índice EMBI GD.

Desglose de duraciones - Deuda corporativa emergente frente a deuda pública emergente en divisa fuerte

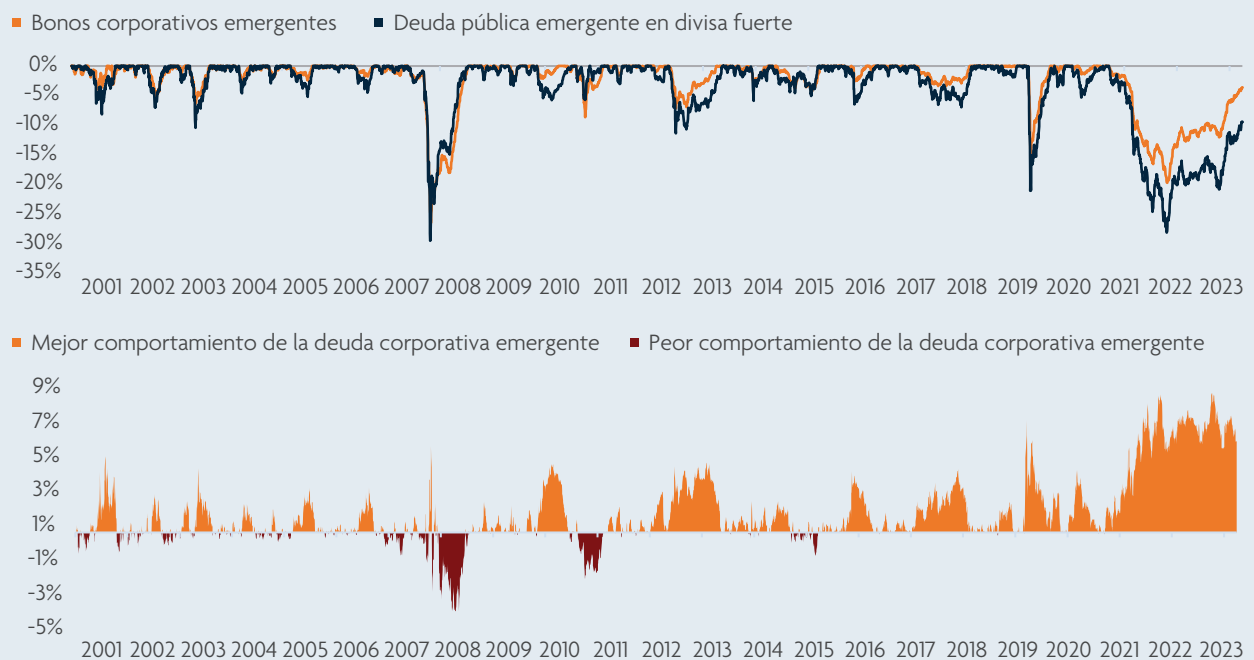


Fuente: Jupiter, Bloomberg, a 31.03.24. El índice de bonos corporativos emergentes es el JPM CEMBI Broad Diversified y el índice de deuda corporativa emergente en divisa fuerte es el JPM EMBI Global Diversified.

La menor duración de diferencial y la mayor calidad crediticia suponen un menor riesgo de crédito para el conjunto de los bonos corporativos. La duración por diferencial o DTS, un indicador muy utilizado para el riesgo de crédito, es de tan solo 8,9 para los bonos corporativos, frente a 15,0 para la deuda pública en divisa fuerte (a 31.03.24).

La combinación de estos factores ha dado pie a un perfil de pérdidas de valor más suave en la deuda corporativa comparado con la deuda pública, excepto durante la crisis financiera mundial, cuando el mayor peso del sector financiero lastró el índice corporativo.

Pérdidas de valor históricas - Deuda corporativa emergente frente a deuda pública emergente en divisa fuerte

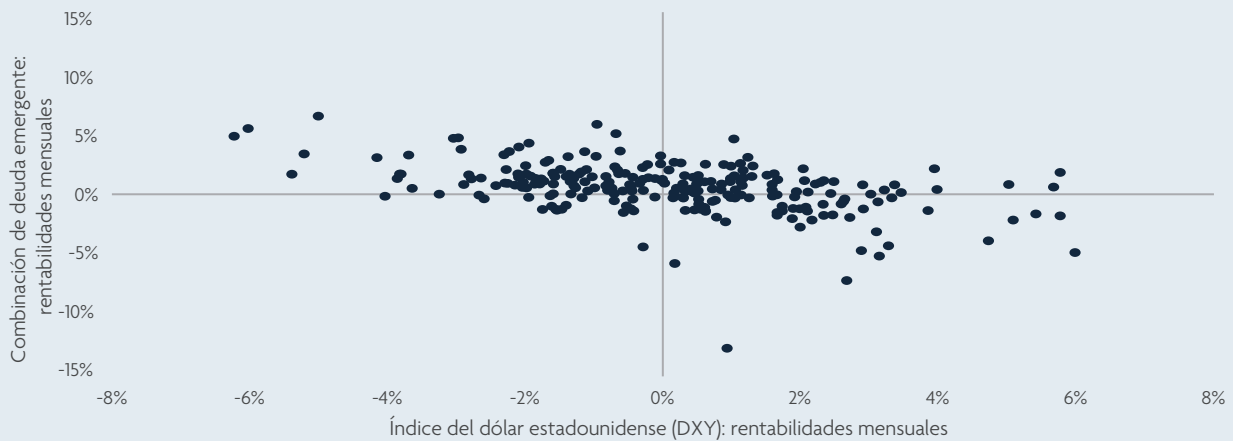


Fuente: Jupiter, Bloomberg, a 31.03.24. El índice de bonos corporativos emergentes es el JPM CEMBI Broad Diversified y el índice de deuda corporativa emergente en divisa fuerte es el JPM EMBI Global Diversified.

Mito 5. La fortaleza del dólar estadounidense siempre es mala para la deuda emergente

Aunque la fortaleza del dólar estadounidense es negativa para las rentabilidades de la deuda en divisa nacional cuando estas se expresan en dólares estadounidenses, no siempre es así en el caso de la deuda emergente en divisa fuerte. Durante los últimos 20 años, hemos visto rentabilidades a corto plazo positivas y negativas en la deuda emergente en divisa fuerte en periodos en revalorización del billete verde.

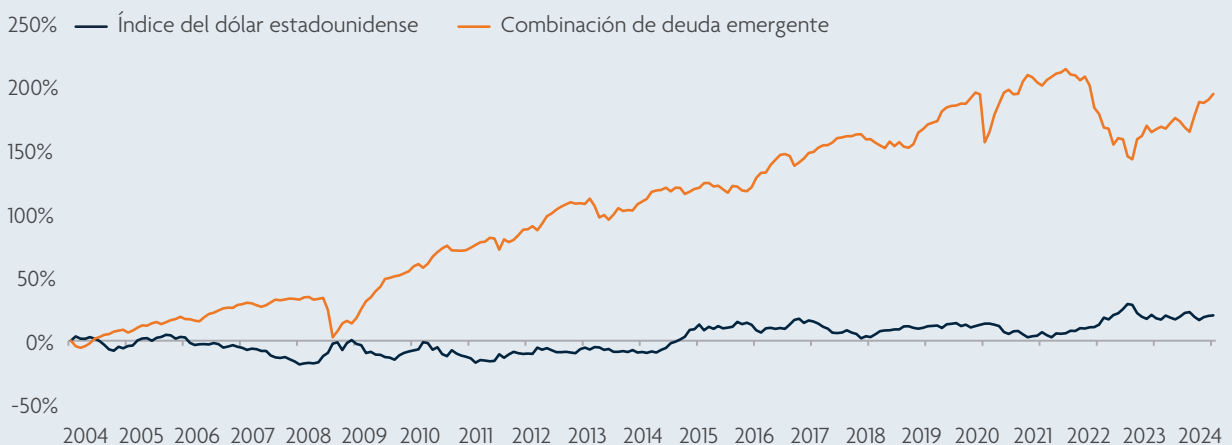
Combinación de deuda emergente en divisa fuerte frente a índice del dólar - Rentabilidades mensuales durante los últimos 20 años



Fuente: Jupiter, Bloomberg, a 31.03.24. El índice de bonos corporativos emergentes es el JPM CEMBI Broad Diversified y el índice de deuda corporativa emergente en divisa fuerte es el JPM EMBI Global Diversified.

A largo plazo, el impacto de los movimientos del dólar estadounidense ha sido leve. Durante los últimos 20 años, el índice del dólar estadounidense se ha revalorizado alrededor del 20%, pero eso no ha impedido a la deuda emergente en divisa fuerte generar unas sólidas rentabilidades acumuladas.

Evolución a largo plazo de la deuda emergente en divisa fuerte frente al índice del dólar estadounidense



Fuente: Jupiter, Bloomberg, a 31.03.24. El índice para la combinación de deuda emergente en divisa fuerte es la combinación equiponderada del JPM CEMBI Broad Diversified Index y el JPM EMBI Global Diversified Index. Las rentabilidades pasadas no son promesa o garantía de rentabilidades futuras.



Mito 6. La deuda emergente es una clase de activos táctica

Muchos inversores perciben la deuda emergente como un componente “táctico” de sus carteras que deberían incorporar únicamente cuando las condiciones son propicias en los mercados y soplan vientos favorables para los países emergentes.

Sin embargo, las sólidas rentabilidades acumuladas de la deuda emergente en divisa fuerte a largo plazo sugieren que este enfoque es incorrecto. Esta clase de activos generó una rentabilidad total acumulada del 190% en 20 años, como se observa en el gráfico anterior (para la combinación de deuda emergente en divisa fuerte equiponderada, con un 50% de deuda corporativa más un 50% de deuda pública). Si los inversores hubieran permanecido al margen de esta clase de activos durante sus tres mejores meses, habrían conseguido una rentabilidad total acumulada del 142%, 48 puntos porcentuales menos, lo que supone una diferencia significativa.

En este sentido, el grado de predecibilidad de los diferenciales y las rentabilidades de los mercados emergentes a corto plazo no difiere mucho de la predecibilidad de las acciones, lo que demuestra que el market timing no es una buena estrategia. Además, hemos visto cómo se daban periodos de rentabilidad muy positivos en esta clase de activos inmediatamente después de pérdidas de valor considerables (p. ej., la crisis financiera mundial, el COVID-19 y la guerra de Ucrania). Salir de esta clase de activos en esos momentos podría haber sido bastante perjudicial para la rentabilidad a largo plazo.

¿Cómo invertir en deuda emergente en divisa fuerte?

Dado el gran tamaño de esta clase de activos, y la diversidad y amplitud de las oportunidades que ofrece, creemos que los inversores deberían considerar una exposición estructural a deuda emergente.

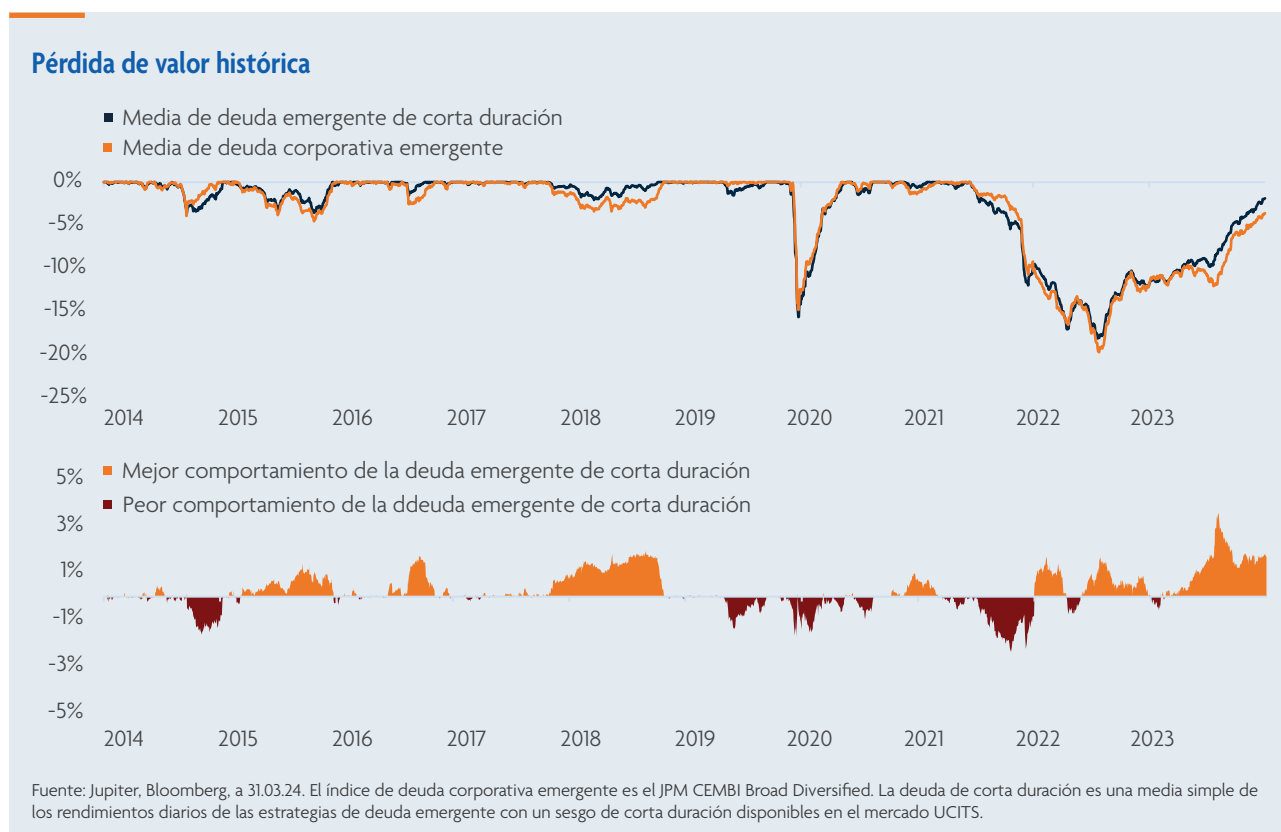
Aunque, con el tiempo, muchos inversores han comenzado a incluir la deuda emergente en divisa fuerte en su asignación estratégica de activos estructural, a menudo han limitado su exposición al componente de deuda pública de este universo. Sin embargo, desdeñar el universo corporativo significa dejar de lado un área históricamente muy eficiente gracias a las diferencias en la composición atendiendo a los países, la mayor calidad crediticia, la duración (y la duración de diferencial) más baja y las menores tasas de impago históricas.

En este sentido, creemos que el enfoque ideal para una asignación estructural a este universo podría ser considerar asignaciones estructurales separadas a deuda corporativa y deuda pública, dentro de una asignación más amplia. Para aquellos inversores que prefieren tener una única asignación a los mercados emergentes, los bonos corporativos podrían ser una alternativa válida a la deuda pública gracias a su mayor eficiencia.

En cuanto a la exposición a duraciones cortas, durante la última década hemos visto en el mercado un crecimiento aceptable de las estrategias centradas en el segmento de duración corta de la deuda emergente. Las estrategias de duración corta pueden ser una herramienta útil para los inversores, dado que, en teoría, deberían presentar un menor grado de riesgo/volatilidad; este procede en parte

del mismo argumento que determina el menor riesgo de la deuda corporativa emergente frente a la deuda pública emergente (es decir, duración más baja, pero sobre todo menor duración de diferencial). Sin embargo, en la práctica eso no siempre es así.

Aunque, en promedio, los productos de duración corta suelen sobresalir en periodos de pérdidas de valor, también ha habido algunos casos en los que se han comportado peor que el mercado. Esto se explica por el hecho de que la duración puede estar limitada, pero el nivel total de riesgo de crédito generalmente queda en manos del gestor. En este sentido, diferentes estrategias de duración corta pueden presentar diferentes perfiles de riesgo y no siempre serán una exposición más conservadora que una inversión en bonos corporativos. No obstante, pueden ser un buen diversificador comparado con una asignación a deuda pública.



La fuerza del pensamiento activo: juicios independientes *Un rasgo clave del enfoque de inversión de Jupiter es que evitamos adoptar una «visión de la compañía»; en lugar de eso, preferimos dejar que nuestros gestores formulen sus propios juicios sobre la clase de activos en la que invierten. Por ello, es preciso señalar que las opiniones expresadas, incluidas las referidas a cuestiones medioambientales, sociales y de gobierno corporativo, pertenecen al autor o autores y podrían diferir de las que mantienen otros profesionales de la inversión de Jupiter.*

INFORMACIÓN IMPORTANTE: Este documento está dirigido a profesionales de la inversión y no está destinado para el uso o el beneficio de otras personas, incluidos los inversores particulares. Este documento tiene una finalidad exclusivamente informativa y no debe considerarse como asesoramiento de inversión. Las fluctuaciones del mercado y de los tipos de cambio pueden provocar alteraciones al alza o a la baja del valor de una inversión, y es posible que usted no recupere todo el capital inicialmente invertido. Las opiniones expresadas en este documento pertenecen a las personas mencionadas en el momento de su redacción, no coinciden necesariamente con las de Jupiter como empresa y podrían estar sujetas a cambio. Eso es algo que sucede sobre todo durante periodos en los que las circunstancias del mercado cambian rápidamente. Ponemos todo el empeño en asegurar que la información sea correcta, pero no se ofrecen garantías ni seguridad a este respecto. Los ejemplos de posiciones tienen una finalidad exclusivamente ilustrativa y no constituyen una recomendación de compra o venta. Publicado en el Reino Unido por Jupiter Asset Management Limited (JAM), domicilio social: The Zig Zag Building, 70 Victoria Street, Londres, SW1E 6SQ. Entidad autorizada y regulada por la Autoridad de Conducta en los Mercados Financieros del Reino Unido. Publicado en la Unión Europea por Jupiter Asset Management International S.A. (JAMI), cuyo domicilio social es: 5, Rue Heienhaff, Senningerberg L-1736, Luxemburgo. Entidad autorizada y regulada por la Comisión de Vigilancia del Sector Financiero (CSSF). Para inversores en Hong Kong: Este material lo publica Jupiter Asset Management (Hong Kong) Limited (JAM HK) y no ha sido revisado por la Comisión de Valores y Futuros (SFC). No podrá reproducirse ninguna parte de este documento por ningún medio sin el consentimiento previo de JAM/JAMI/JAM HK. JUP-2481