



# 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