

# Deuda de los mercados emergentes en moneda local

¿Una próxima alineación planetaria?

## Autores



Ward Brown, CFA, Ph.D.  
Gestor de carteras de renta fija



Benoit Anne  
Managing Director  
Grupo de soluciones de inversión

**En los últimos 20 años, la deuda de los mercados emergentes (ME) en moneda local ha atravesado varios ciclos. Cada ciclo tiene cuatro fases. La cuarta fase del ciclo suele caracterizarse por una sólida rentabilidad de la deuda de los ME en moneda local. Conforme nos acercamos a la cuarta fase, creemos que incrementar la exposición a la deuda de los ME en moneda local podría constituir una atractiva opción para los inversores.**

La deuda de los ME en moneda local es una clase de activos cíclica, puesto que la deuda en moneda local y las valoraciones de las monedas se ven influenciadas por los tipos oficiales de los bancos centrales que se ajustan de forma continua en función de las condiciones del ciclo económico local. A su vez, el ciclo económico local de los ME se revela sensible al ciclo económico estadounidense, aunque el grado de sincronización varía de un ciclo a otro. Por lo general, el ciclo de la deuda de los ME en moneda local consta de cuatro fases (véase el gráfico 1):

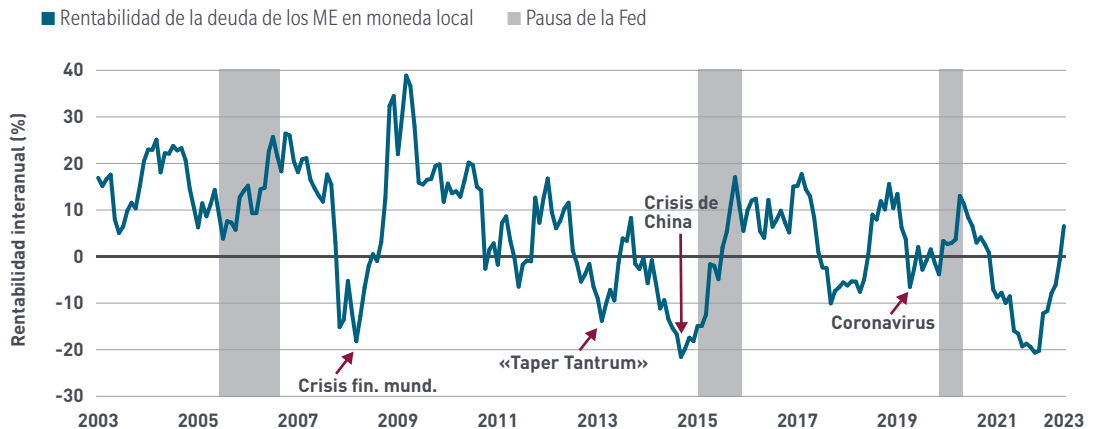
- 1. La Reserva Federal estadounidense (Fed) comienza un ciclo de subidas de tipos.** A menudo, en esta fase del ciclo, la política monetaria de los ME adquiere un tono acomodaticio, lo que respalda el crecimiento de los ME y contribuye a un aumento de los déficits por cuenta corriente de los ME.
- 2. La deuda en moneda local y las monedas de los ME se debilitan conforme avanza el ciclo de subidas de la Fed.** Esto induce a los bancos centrales de los ME a subir los tipos de interés en un esfuerzo por estabilizar las monedas y combatir la inflación.
- 3. El crecimiento se ralentiza y la Fed interrumpe su ciclo de subidas.** Los beneficios corporativos registran una desaceleración en sintonía con el crecimiento, y el apetito por el riesgo suele deteriorarse. La debilidad del apetito por el riesgo ejerce una presión adicional sobre las monedas de los ME, lo que obliga a los bancos centrales de los ME a seguir subiendo los tipos. La ralentización del crecimiento en esta fase podría traducirse en un aterrizaje «suave» o «forzoso». El resultado depende de varios factores, y uno de ellos es la duración de la pausa de la Fed. En 2016, la Fed interrumpió su ciclo de subidas después de solo un aumento de los tipos y, en 2019, la Fed empezó a señalar recortes de tipos inmediatamente después de su última subida en diciembre de 2018. Ambos episodios culminaron en aterrizajes suaves, aunque el último de ellos se vio truncado por la pandemia.
- 4. La política de la Fed registra un giro acomodaticio y comienzan los recortes de tipos.** Esto ayuda a estabilizar el apetito por el riesgo y sienta las bases para una recuperación del crecimiento. Las monedas de los ME se aprecian, la inflación pierde fuelle y los rendimientos reales de la deuda en moneda local tienden al alza, lo que contribuye a atraer mayores entradas de capitales. Con el tiempo, los bancos centrales de los ME comienzan a relajar sus políticas monetarias. Por lo general, esta fase suele caracterizarse por una robusta rentabilidad, una satisfactoria evolución de la deuda en moneda local, un descenso de los tipos y una apreciación de las monedas.

### Gráfico 1: Ciclo de la deuda de los ME en moneda local



En el pasado, hemos asistido a cuatro ciclos de la deuda de los ME en moneda local (véase el Anexo 1).

## Gráfico 2: Pausa de la Fed y rentabilidad de la deuda de los ME en moneda local

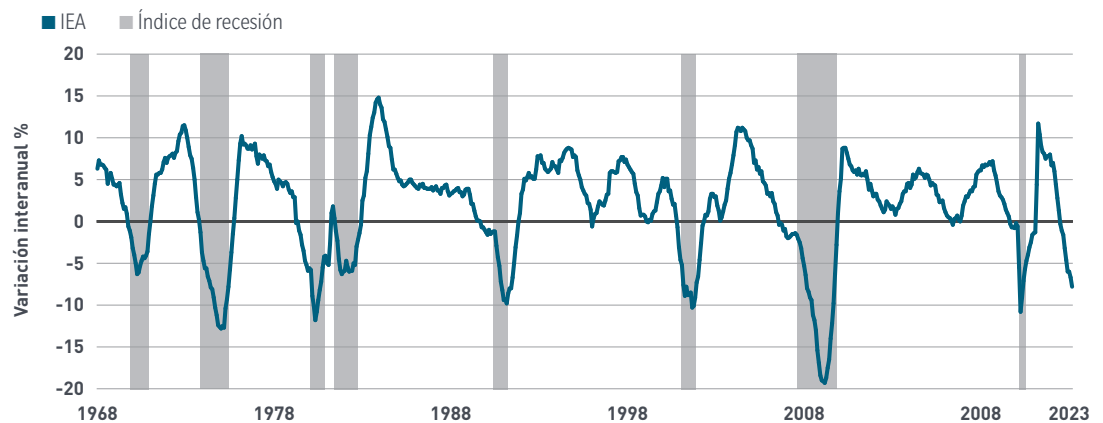


Fuente: Datos mensuales de Bloomberg hasta abril de 2023. Rentabilidad de la deuda de los ME en moneda local = índice J.P. Morgan GBI-EM Diversified Composite (sin cobertura en USD) (JGENVUUG Index). Las barras grises designan pausas de la Fed (tras el endurecimiento de la Fed hasta terreno restrictivo). Las rentabilidades pasadas no garantizan los resultados futuros.

**¿En qué estadio del actual ciclo de deuda de los ME en moneda local nos hallamos?** En nuestra opinión, nos encontramos actualmente en la tercera fase. La pausa de la Fed está a la vuelta de la esquina. En estos momentos, el mercado descuenta una nueva subida de 25 puntos básicos de aquí a julio de 2023. Además, los indicadores económicos adelantados apuntan a una ralentización del crecimiento. El gráfico 3 muestra los indicadores económicos adelantados de Estados Unidos a lo largo del tiempo. El nivel de este indicador es compatible con el de una recesión (en los próximos 12 meses). Otros indicadores, como la curva de tipos de Estados Unidos, emiten una señal parecida. Por último, los beneficios corporativos han venido experimentando una desaceleración.

**No obstante, los mercados todavía no han registrado un descenso del apetito por el riesgo, algo que suele caracterizar el final de la tercera fase.** Determinadas medidas, como los diferenciales de la deuda corporativa, la volatilidad de la renta variable y la prima de riesgo de la renta variable, no se hallan en niveles lo suficientemente elevados como para sugerir una caída considerable del apetito por el riesgo.

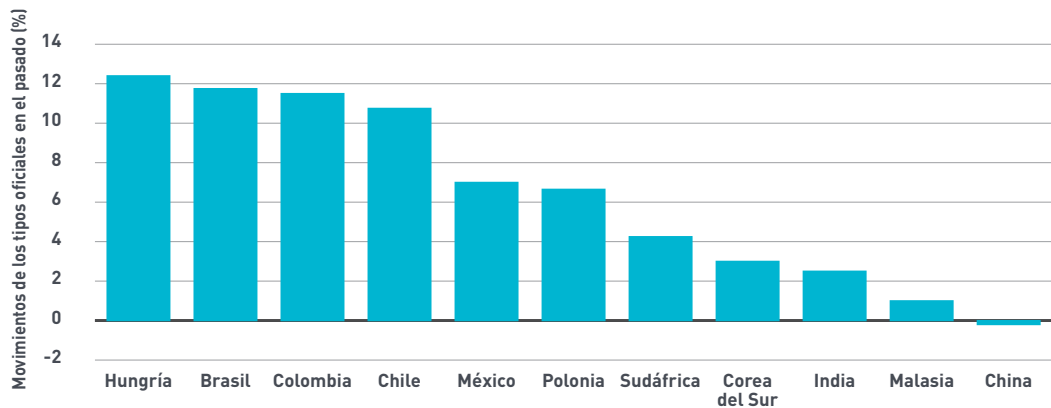
## Gráfico 3: Indicadores económicos adelantados de Estados Unidos y recesiones estadounidenses



Fuente: Bloomberg, Conference Board, NBER. Datos mensuales de enero de 1968 a marzo de 2023. Las barras grises representan recesiones estadounidenses, según la definición de la Oficina Nacional de Investigación Económica (NBER). El Conference Board US Leading Index agrega diez indicadores adelantados. IEA = indicadores económicos adelantados.

A nuestro parecer, esta clase de activos resulta atractiva al principio de la cuarta fase, cuando la Fed está reduciendo los tipos, antes de contemplar la sobreponderación de la deuda de los ME en moneda local. Esto se debe a que el descenso del apetito por el riesgo en la tercera fase suele provocar nuevas espirales de ventas tanto en las monedas como en los tipos locales de los ME, lo que puede traducirse en atractivas valoraciones a largo plazo para los inversores.

**Gráfico 4: Endurecimiento de los bancos centrales de los ME desde finales de 2020**



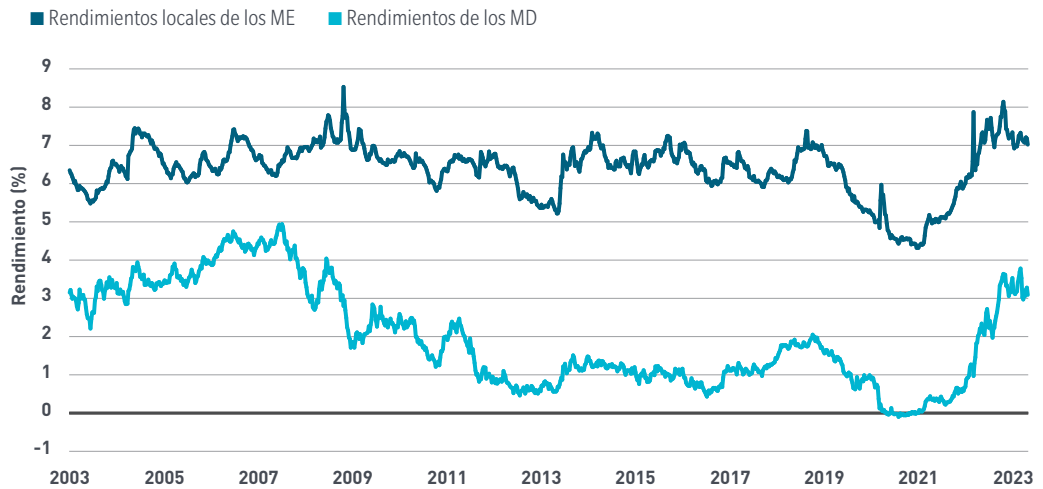
Fuente: Bloomberg, a 2 de mayo de 2023. El endurecimiento pasado refleja los movimientos de los tipos oficiales desde finales de 2020.

Creemos que la cuarta fase resulta relativamente interesante para una asignación a la deuda de los ME en moneda local. No obstante, consideramos que un incremento parcial de la asignación a la deuda de los ME en moneda local podría representar una atractiva opción en esta coyuntura.

- 1. Una diferencia clave en este ciclo es que han sido los bancos centrales de los ME los que han liderado la fase de subida de los tipos.** Por lo general, los bancos centrales de los ME comienzan a aumentar los tipos después de la Fed. Sin embargo, en este ciclo, los bancos centrales de los ME empezaron a subir los tipos antes de la Fed y ya han endurecido notoriamente sus políticas monetarias, tal y como se muestra en el gráfico 4. En consecuencia, muchas monedas ofrecen un carry muy elevado, lo que ayudará a limitar su depreciación en la tercera fase.
- 2. Un aterrizaje suave.** Aunque no se trata de nuestro escenario base, creemos que un aterrizaje suave es un resultado posible del ciclo de subidas de la Fed. En este escenario, creemos que la Fed también recortará los tipos de interés, aunque en menor medida que en el caso de un aterrizaje forzoso. No obstante, a diferencia de un escenario de aterrizaje forzoso, creemos que los activos de riesgo, como las monedas de los ME, podrían empezar a repuntar mucho antes de los recortes de la Fed.
- 3. Limitada fortaleza del dólar en un aterrizaje forzoso.** Según varios parámetros, el dólar estadounidense ya parece sobrevalorado debido a la significativa apreciación registrada en 2022.
- 4. Las valoraciones de la deuda de los ME en moneda local revisten atractivo,** especialmente en términos de valor relativo frente a los mercados desarrollados: los ME siguen ofreciendo una prima de rendimiento de alrededor de un 3% frente a los tipos de los mercados desarrollados pese a la importante corrección de los tipos observada en el universo desarrollado (gráfico 5). La mayoría de los bancos centrales de los ME fuera del continente asiático han subido los tipos oficiales hasta niveles muy elevados y ahora han hecho una pausa. El rendimiento del ampliamente utilizado índice de referencia del mercado de deuda de los ME en moneda local, el índice J.P. Morgan GBI-EM GD, se sitúa en la actualidad en torno al 7%<sup>1</sup>. Dada la ralentización tanto de la inflación como del crecimiento, creemos poco probable que los bancos centrales de los ME se vean obligados a volver a subir los tipos, incluso en un escenario de aterrizaje forzoso (gráfico 6).
- 5. La valoración que presentan las monedas de los ME también resulta interesante, a nuestro parecer.** Una cesta de monedas de los ME se negocia en estos instantes cerca de sus mínimos plurianuales frente a una cesta compuesta por el par USD/EUR en términos reales —es decir, teniendo en cuenta el diferencial de inflación entre los ME y Estados Unidos y la zona euro (gráfico 7)—<sup>1</sup>. Por último, las valoraciones de las monedas de los ME han mostrado una correlación positiva con los precios de las materias primas en

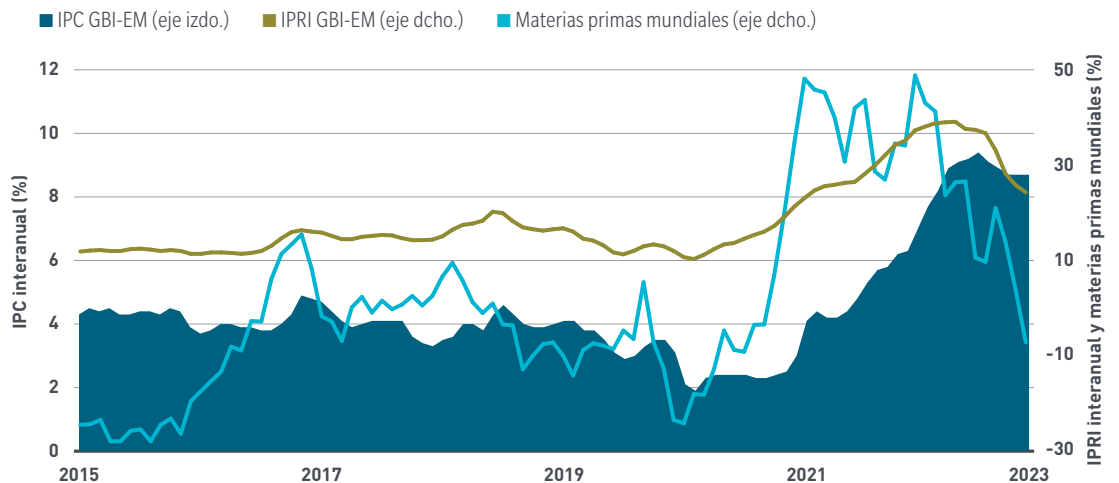
términos históricos, aunque en la actualidad observamos que las monedas de los ME han quedado rezagadas frente al repunte que han firmado las materias primas en los últimos años. Esto podría limitar la sensibilidad de las monedas de los ME a un posible descenso de los precios de las materias primas en un contexto de ralentización del crecimiento (gráfico 8).

### Gráfico 5: Rendimientos locales de los ME frente a los MD



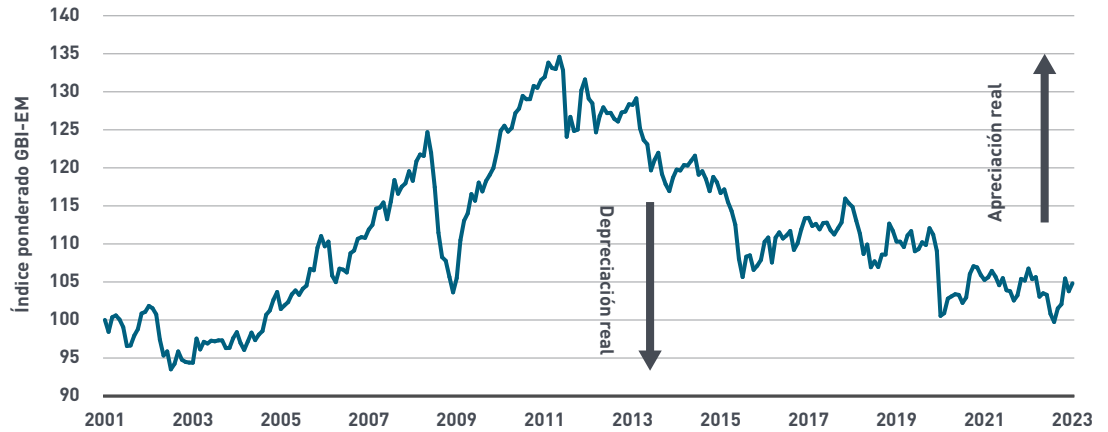
Fuente: Bloomberg. Datos semanales del 3 de enero de 2003 al 2 de mayo de 2023. Rendimiento de la deuda de los ME en moneda local = rendimiento al vencimiento (YTM) del índice J.P. Morgan GBI-EM Diversified. Rendimiento nominal de los MD = 67% bono del Tesoro estadounidense a 5 años, 33% bund alemán a 5 años.

### Gráfico 6: La inflación de los ME tiende a la baja



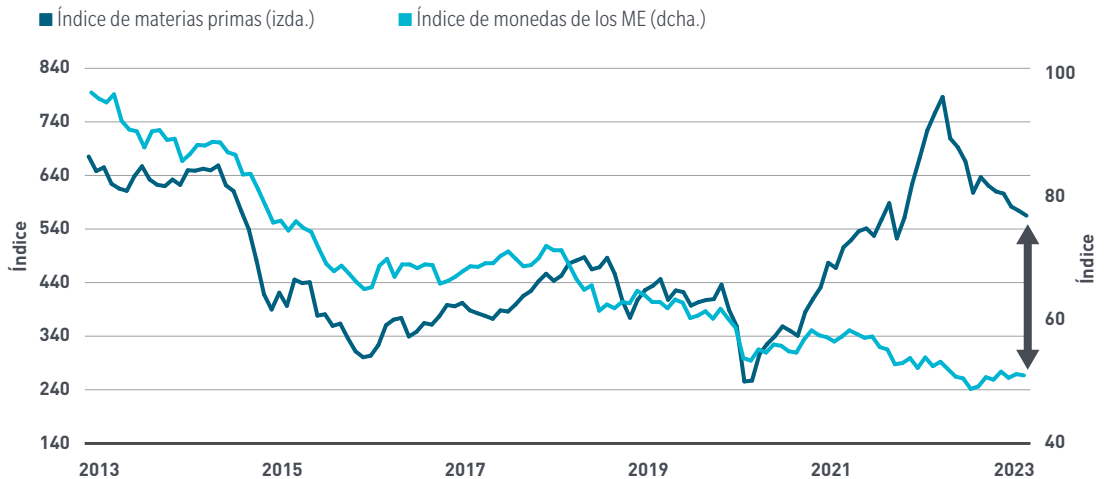
Fuente: Eje izdo. – J.P. Morgan, Bloomberg, análisis de MFS. Datos mensuales desde abril de 2015 hasta febrero de 2023 para las materias primas mundiales, el índice de precios al consumo (IPC) y el índice de precios industriales (IPRI) de los ME. Para el IPRI de los ME se agregan los IPRI y los precios de producción de los países del índice J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified, ponderando el IPRI de cada país según su peso en el índice y sumando los resultados. Ponderaciones estáticas utilizadas a 31 de diciembre de 2022. Este análisis excluye Egipto y la República Dominicana debido a limitaciones de los datos. No se dispone de información sobre Filipinas debido a limitaciones de los datos hasta enero de 2019. Materias primas mundiales = índice Bloomberg Commodities.

**Gráfico 7: Cesta de tipos de cambio reales de los ME frente a una cesta USD/EUR**



Fuentes: Bloomberg. Datos mensuales hasta marzo de 2023. Ene. 2001 = 100. Los tipos de cambio reales de las monedas individuales se estiman utilizando el diferencial de inflación entre cada país de los ME y Estados Unidos y la zona euro. La cesta de referencia es 50% USD / 50% EUR. El índice agregado utiliza las ponderaciones del índice GBI-EM para una cesta de 16 países (se excluyen Filipinas, Uruguay, República Dominicana, Serbia y Egipto).

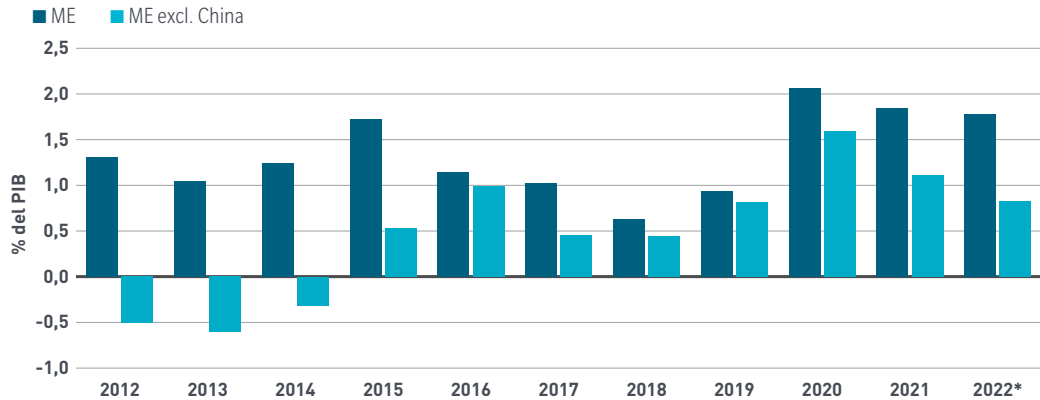
**Gráfico 8: Materias primas y monedas de los ME**



Fuentes: Bloomberg. Datos mensuales desde febrero de 2013 hasta abril de 2023. Índice de materias primas = índice Bloomberg Commodity. Monedas de los ME = FXJPEMCS Index, J.P. Morgan Emerging Market Currency Index (EMCI).

**Los mercados de deuda de los ME en moneda local siguen estando apuntados por unos robustos fundamentales.** Los ME mantienen una sólida posición exterior, como ilustra el nivel claramente positivo de la balanza básica —que abarca la balanza por cuenta corriente y los flujos netos de inversiones extranjeras— (gráfico 9). Una sólida posición exterior reforzará la resiliencia de los ME, sobre todo las reservas de divisas de los ME, ante el debilitamiento del crecimiento mundial.

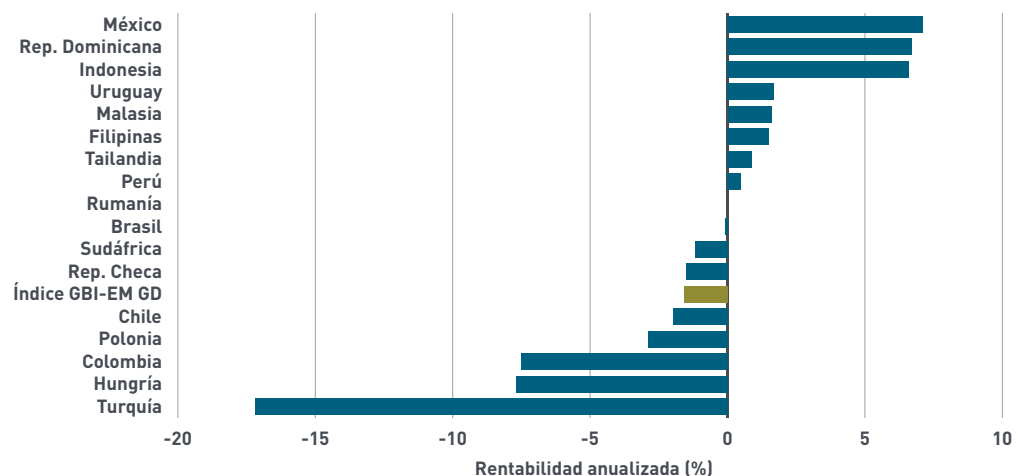
**Gráfico 9: Balanza básica de los ME (balanza por cuenta corriente + inversión extranjera directa)**



Fuente: EIU, análisis de MFS. Datos anuales de 2012 a 2022. \* 2022 representa la previsión de MFS a 31 de diciembre de 2022. Balanza básica = balanza por cuenta corriente + inversión extranjera directa. ME = China, India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia, Rusia, República Checa, Hungría, Polonia, Rumanía, Sudáfrica, Turquía, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

**Cabe insistir en que el análisis de patrones cíclicos es solo un componente de la inversión en deuda de los ME en moneda local.** En nuestra opinión, el aspecto más importante de una acertada estrategia de deuda en moneda local estriba en un proceso de inversión centrado en una rigurosa selección de países. Los inversores deben comprender el ciclo de la deuda de los ME en moneda local desde un punto de vista descendente (top-down) y macroeconómico mundial, al tiempo que el proceso de inversión en deuda de los ME en moneda local debería incluir un robusto marco de análisis de la deuda soberana. Ello obedece a que la deuda de los ME en moneda local suele constituir una clase de activos que presenta una elevada volatilidad, debido principalmente a la exposición a las monedas de los ME. Además, la fortaleza de los fundamentales de los países suele presentar una elevada dispersión dentro del universo emergente; lo mismo ocurre con la rentabilidad a nivel de los países, como se observa en el gráfico 10. Por consiguiente, resulta fundamental centrarse en mercados locales que se vean respaldados por unos fundamentales de gran solidez y que encierren un atractivo potencial de apreciación cambiaria. Los inversores deben comprender la dinámica de la política monetaria a escala local, así como los factores técnicos de los mercados locales, que pueden repercutir en el riesgo de duración.

**Gráfico 10: Deuda de los ME en moneda local: Rentabilidad anualizada a cinco años a nivel del índice por países**



Fuente: Bloomberg, J.P. Morgan. Índice GBI-EM GD = J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified Composite (sin cobertura en USD). Rentabilidades anualizadas a cinco años desde abril de 2018 hasta abril de 2023 en USD. La rentabilidad del índice por países se basa en los países que forman parte del índice J.P. Morgan GBI-EM GD.

La cuarta fase del actual ciclo de la deuda de los ME en moneda local está a la vuelta de la esquina, a nuestro parecer. Por lo general, esta fase suele caracterizarse por una robusta rentabilidad de la deuda de los ME en moneda local. Creemos que este podría ser el caso también en este ciclo. No obstante, si tenemos en cuenta algunas de las diferencias de este ciclo con ciclos pasados, consideramos que aumentar la exposición a la deuda de los ME en moneda local antes de la cuarta fase del ciclo podría constituir una opción interesante. ▲

### Anexo 1: Ciclos pasados de la deuda de los ME en moneda local

- **El ciclo de subidas de tipos de la Fed de 2004 a 2006:** Si bien la rentabilidad de la deuda de los ME en moneda local se vio, en un principio, respaldada por un vigoroso crecimiento mundial en 2004, el endurecimiento monetario de la Fed comenzó a incidir significativamente en las rentabilidades de la deuda local de los ME en moneda local a partir de mediados de 2005. La Fed hizo una pausa de 14 meses antes de comenzar a relajar su política monetaria en 2008, lo que sentó las bases para una recuperación de la deuda local en 2009.
- **El periodo de turbulencias derivadas de la reducción paulatina de estímulos (taper tantrum) de 2013:** No fue realmente un ciclo, pero tuvo algunos efectos similares. En mayo de 2013, Ben Bernanke, por aquel entonces presidente de la Fed, sorprendió a los mercados al señalar una inminente retirada de las medidas de expansión cuantitativa. Los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense se dispararon y la rentabilidad de la deuda de los ME en moneda local sufrió una brusca caída a principios de 2014, aunque luego experimentó una enérgica recuperación una vez disipados los temores de la retirada de los estímulos.
- **El despegue de 2015:** En el transcurso de 2015 a 2016, los mercados empezaron a descontar un nuevo ciclo de subidas de la Fed. Al mismo tiempo, la economía estadounidense se estaba debilitando. La Fed acometió su primera subida de tipos en diciembre de 2015, aunque rápidamente volvió a hacer una pausa en enero de 2016. Los mercados dejaron de descontar nuevas subidas por parte de la Fed, lo que permitió a la deuda en moneda local anotarse unas rentabilidades de dos dígitos en la segunda mitad del año.
- **El ciclo de subidas de tipos de la Fed de 2018:** Para 2018, el tipo oficial de la Fed había pasado a terreno restrictivo. Esto provocó una mayor volatilidad en el mercado, que reflejaba principalmente los crecientes temores a una recesión inducida por la Fed. En consecuencia, las rentabilidades de la deuda de los ME en moneda local se desplomaron hasta un -10% en términos interanuales en agosto de 2018<sup>2</sup>. La Fed comenzó a recortar los tipos en 2019, lo que respaldó el sólido rebote de las rentabilidades de la deuda en moneda local hasta alrededor del 15%.

## Notas

<sup>1</sup> Datos a 2 de mayo de 2023.

<sup>2</sup> Fuente: Bloomberg, JP Morgan. J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified Composite (sin cobertura en USD).

Fuente: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® es una marca comercial y una marca de servicio de Bloomberg Finance L.P. y sus filiales (conjuntamente, «Bloomberg»). Bloomberg o sus licenciantes son los titulares de todos los derechos de propiedad sobre los índices Bloomberg. Bloomberg no aprueba ni avala este material; no garantiza la precisión ni la integridad de la información que se recoge en él; no ofrece garantía alguna, ni expresa ni implícita, en relación con los resultados que se obtengan basándose en él; y, hasta donde permita la ley, no asumirá responsabilidad alguna por daños o perjuicios que surjan en relación con este material.

La información se ha obtenido de fuentes que se estiman fidedignas, aunque J.P. Morgan no garantiza su integridad o su precisión. La utilización del Índice ha sido autorizada. El Índice no puede copiarse, utilizarse o distribuirse sin la autorización previa por escrito de J.P. Morgan. Copyright 2022, J.P. Morgan Chase & Co. Todos los derechos reservados.

Las opiniones expresadas pertenecen al autor o autores y pueden variar en cualquier momento. Dichas opiniones se ofrecen exclusivamente a título informativo y no deberán considerarse una recomendación para comprar ningún título ni una incitación o asesoramiento de inversión. Las previsiones no están garantizadas.

A no ser que se indique lo contrario, los logotipos y los nombres de productos y servicios son marcas comerciales de MFS® y sus filiales, y pueden estar registrados en determinados países.

Distribuido por: **EE. UU.** – MFS Institutional Advisors, Inc. («MFS»), MFS Investment Management y MFS Fund Distributors, Inc.; **América Latina** – MFS International Ltd.; **Canadá** – MFS Investment Management Canada Limited. Ninguna comisión de valores o autoridad reguladora similar en Canadá ha revisado este comunicado. **Nota para los lectores del Reino Unido y Suiza:** Publicado en el Reino Unido y Suiza por MFS International (U.K.) Limited («MIL UK»), sociedad de responsabilidad limitada inscrita en Inglaterra y Gales con el número 03062718, cuyo negocio de inversión está autorizado y supervisado en el Reino Unido por la Autoridad de Conducta Financiera (FCA). MIL UK, filial indirecta de MFS®, tiene su domicilio social en One Carter Lane, Londres, EC4V 5ER. **Nota para los lectores europeos (con la excepción del Reino Unido y Suiza):** Publicado en Europa por MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux), sociedad autorizada en virtud de la legislación luxemburguesa como sociedad gestora de fondos domiciliados en Luxemburgo. La sociedad ofrece productos y servicios de inversión a inversores institucionales y tiene su domicilio social como sociedad limitada en 4 Rue Albert Borschette, Luxemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Este material no debe ser transmitido o distribuido a personas que no sean inversores profesionales (según lo autoricen las normativas locales) y no debe considerarse fiable ni distribuirse a personas cuando dicha consideración o distribución contravengan la normativa local **Singapur** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nueva Zelanda** – MFS International Australia Pty Ltd («MFS Australia») (ABN 68 607 579 537) posee una licencia de servicios financieros de Australia (número 485343). MFS Australia está regulada por la Comisión de Valores e Inversiones de Australia; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited («MIL HK»), una sociedad de responsabilidad limitada autorizada y regulada por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong (la «SFC»). MIL HK está autorizada para realizar operaciones con valores y actividades reguladas de gestión de activos y puede ofrecer determinados servicios de inversión a «inversores profesionales», según se definen en la Ordenanza de Valores y Futuros («SFO»). **Para inversores profesionales en China** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, una sociedad de responsabilidad limitada china registrada para ofrecer servicios de asesoramiento de gestión financiera. **Japón** – MFS Investment Management K.K. está registrada como Operador de Negocios de Instrumentos Financieros ante el Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con el n.º 312, miembro de la Investment Trust Association y de la Investment Advisers Association, Japón. Dado que las comisiones a cargo de los inversores varían en función de circunstancias tales como los productos, los servicios, el periodo de inversión y las condiciones del mercado, el importe total y los métodos de cálculo no pueden revelarse por adelantado. Todas las inversiones implican riesgos, incluidas las fluctuaciones del mercado, y los inversores pueden perder el capital invertido. Los inversores deben obtener y leer cuidadosamente el folleto y/o el documento establecido en el artículo 37-3 de la Ley de Instrumentos Financieros y Bolsas de Valores antes de realizar cualquier inversión.