

# ¿Ha generado el Covid-19 valor en mercados emergentes en divisa local?

Junio 2020



Heathcoat House  
20 Savile Row  
London W1S 3PR  
United Kingdom  
Tel: +44 207 292 6920

885 Third Avenue  
24th Floor  
New York, NY 10022  
United States of America  
Tel: +1 646 472 1800

6 Battery Road #40-02A  
Six Battery Road  
Singapore 049909  
Singapore  
Tel: +65 3158 0222

Level 10  
20 Martin Place  
Sydney NSW 2000  
Australia  
Tel: +61 2 8599 2132

Index Tower, Unit 403  
Dubai International  
Financial Centre  
Dubai, United Arab Emirates  
Tel: +971 5 0463 5370



La deuda de mercados emergentes en moneda local tuvo un fuerte rendimiento positivo en 2019. A pesar de los temores de una ralentización global a mediados del año pasado, los inversores en esta clase de activos disfrutaron de un rendimiento del 13,5%<sup>1</sup> en dólares sin cobertura de divisa. Sin embargo, el impacto de Covid-19 ha afectado negativamente a la clase de activo este año. La aversión al riesgo y la incertidumbre dominaron los mercados a medida que los inversores y los hacendados de política tuvieron que computar las consecuencias del virus a corto y largo plazo. Los mercados emergentes se han visto atrapados en esa dislocación, lo que ha llevado a algunos a cuestionar el valor que ofrece este segmento de la renta fija. A medida que el polvo se asienta y el panorama se aclara, encontramos una clase de activo con valoraciones cercanas a mínimos históricos. Dado que es probable que los sólidos fundamentos económicos que sustentan los países de este universo permanezcan intactos (a pesar de los diversos paquetes de estímulo), creemos que actualmente la deuda soberana emergente en divisa local luce extremadamente atractiva.

## Retornos

La deuda de mercados emergentes en moneda local exhibió un rendimiento negativo en el primer trimestre de 2020. La caída de 15,2% fue la mayor caída trimestral del índice JP Morgan GBI-EM Global Diversified desde su creación en 2003 (en dólares sin cobertura de divisa). Es importante separar las fuentes de retorno cuando se examina la deuda soberana en moneda local y diferenciar entre el rendimiento de los bonos y el de las divisas. Podría decirse que este es uno de los elementos clave que diferencia a la deuda emergente en divisa local de algunos otros sectores de la renta fija, como la deuda corporativa. Históricamente, el retorno de los bonos y de las monedas no ha estado altamente correlacionado, con una correlación de 0,55. El componente de la divisa es también más volátil que el componente subyacente de los bonos. La volatilidad mensual anualizada del componente divisa del índice de referencia es del 9%, algo menos del triple que la de los bonos subyacentes que asciende al 3,5%. Curiosamente, esta última compara favorablemente con la volatilidad del mercado de bonos del tesoro de Estados Unidos (4,1%) y, de hecho, de mercados como el del bono soberano alemán (3,7%) y el de la deuda soberana australiana (3,8%)<sup>2</sup>.

Cuando descomponemos la caída del primer trimestre de 15,2%, vemos una divergencia significativa en el retorno de los bonos soberanos emergentes y la moneda, tanto en conjunto como a nivel de cada país (véase el Gráfico 1). Como es usual en esta clase de activo, en momentos de tensión las monedas de los mercados emergentes son las más afectadas por la corrección (y por ende la mayor volatilidad mencionada anteriormente), mientras que los bonos son algo más defensivos. Esta pauta se repitió en el primer trimestre de 2020. Mientras que algunos países estaban más expuestos a temas idiosincráticos, el componente de bonos del índice JPM GBI-EM Global Diversified disminuyó un 1,4% en el primer trimestre de 2020 (en dólares con cobertura de divisa). Se trata de un resultado particularmente sólido, dada la magnitud de los trastornos económicos causados por la crisis. También contrasta con el descenso de 13,5% del componente de bonos del índice global de alto rendimiento (high yield)<sup>3</sup> y la caída de 4,2% del índice global de bonos corporativos con grado de inversión<sup>4</sup> (ambos en dólares con cobertura de divisa).

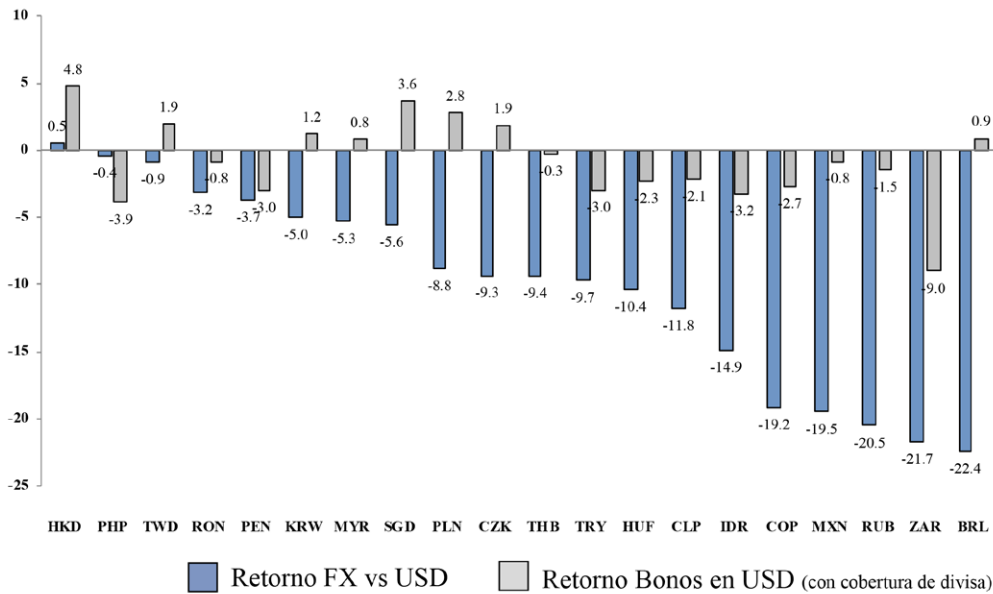
<sup>1</sup> JPM GBI-EM Global Diversified USD Unhedged Index

<sup>2</sup> Todos los datos de volatilidad de los bonos aquí referenciada, utiliza 3 años de retornos mensuales en dólares con cobertura de divisa hasta fines de abril de 2020. Los datos de Estados Unidos, Alemania y Australia provienen de los componentes por países del FTSE World Government Bond Index. Los datos del índice de referencia de emergentes se obtienen del JP Morgan GBI-EM Global Diversified Index. Observamos que la duración 1.5 años más corta del índice de emergentes, los puede favorecer en la comparación, sin embargo, no cambia materialmente el punto principal.

<sup>3</sup> ICE BofA Global High Yield USD Hedged Index

<sup>4</sup> ICE BofA Global Corporate Bond USD Hedged Index




**Gráfico 1: Desglose Retornos 1T 2020**


Fuente: JP Morgan, Colchester.

Parte de la explicación detrás de la fortaleza comparativa de la deuda local es la mejora de los balances y del marco de política macroeconómica de muchos países emergentes en los últimos veinte años. Muchos han reducido sus pasivos externos disminuyendo el componente de la deuda denominada en moneda extranjera (por ejemplo, la denominada en dólares) y emitiendo en moneda local. El aumento de la emisión en moneda local ha dado lugar a fondos de pensiones y otras instituciones locales que pueden y están dispuestos a comprar los bonos soberanos domésticos durante los períodos de aversión al riesgo. De manera muy similar a como un bono del tesoro de Estados Unidos o un bono del gobierno australiano denominado en dólares australianos es el activo libre de riesgo en Estados Unidos y Australia respectivamente, la deuda pública doméstica denominada en pesos mexicanos y en baht tailandeses se ha convertido cada vez más en el activo libre de riesgo de elección en México y Tailandia para los inversores locales.

Si bien los rendimientos nominales en varios de estos mercados subieron en el primer trimestre, muchos proporcionaron rendimientos defensivos para los inversores extranjeros en términos de dólares con cobertura de divisa (véase el gráfico 1). Los bonos polacos, malayos y checos, por ejemplo, proporcionaron rendimientos positivos en dólares con cobertura de divisa y una correlación negativa con los "activos con riesgo". Otros mercados de bonos tuvieron rendimientos ligeramente negativos. La resiliencia de los bonos en divisa local frente a un shock adverso es una característica típicamente asociada a los bonos de los países desarrollados. Esta relativa estabilidad se está convirtiendo crecientemente en una característica de muchos mercados de emergentes en divisa local que están representados en el JP Morgan GBI-EM Global Diversified Bond Index.

Por el contrario, las monedas de los mercados emergentes se vieron afectadas negativamente por la "crisis del virus" en el primer trimestre, agravada en algunos casos por la fuerte caída de los precios del petróleo y otras materias primas. En conjunto, el componente divisa del índice de emergentes en divisa local disminuyó un 14,3%<sup>5</sup> frente al dólar en el primer trimestre. Hubo una dispersión mucho mayor en el universo de divisas locales que la que se observó en los bonos, con las divisas más expuestas al precio de las materias primas, siendo las más afectadas. La marcada diferencia entre el retorno de bonos y divisas subraya la importancia de gestionar ambos riesgos y también apunta a los potenciales beneficios de diversificación resultantes de combinarlos en una cartera.

<sup>5</sup> JPM GBI-EM Global Diversified FX Return en USD Index



## Valoraciones actuales

Para evaluar el atractivo de la clase de activo hoy en día, podemos observar el rendimiento real y las valoraciones del tipo de cambio real que se ofrecen en términos absolutos y relativos a la historia. La combinación de ambos proporciona una evaluación del potencial actual de la clase de activo.

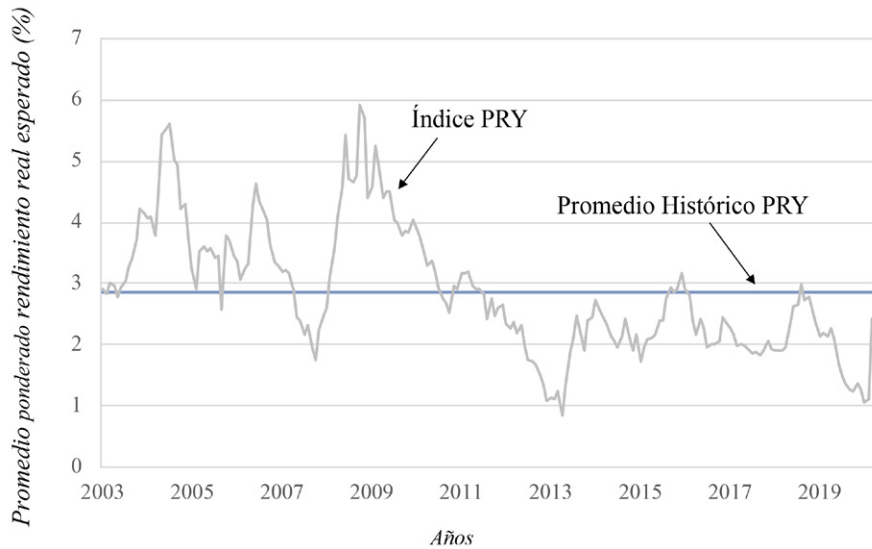
### - Valoración de los Bonos

Para Colchester la principal medida de valoración de los bonos es el rendimiento real esperado (PRY), utilizando una estimación propia de la tasa de inflación que se descuenta de la tasa nominal del país. Complementamos esto con una evaluación de la solidez financiera del país, centrándonos en el balance del gobierno, la sostenibilidad de la deuda, etc., pero también teniendo en cuenta el nivel de gobernanza, el estado de derecho, el respeto de los derechos de propiedad y los factores sociales y medioambientales. Si bien nuestras estimaciones de inflación se basan en el crecimiento rezagado del dinero y el crédito, también tenemos en cuenta los cambios en los precios de las materias primas, los movimientos nominales de la moneda y una medida de la brecha de capacidad o producción. El virus indujo un shock adverso de la demanda y la oferta y una gran disminución del precio del petróleo (que cayó dos tercios en el primer trimestre de 2020) y de otras materias primas, lo que nos llevó a revisar a la baja nuestras estimaciones de inflación dentro de nuestro universo de mercados emergentes. La gran caída del tipo de cambio en algunos países templó esa revisión, pero el "pass through" a la inflación doméstica de la depreciación del tipo de cambio ha disminuido notablemente en el último decenio. En parte, esta disminución ha sido impulsada tanto por una mayor competitividad como por una mayor credibilidad en los bancos centrales derivada de la adopción generalizada de regímenes de objetivos de inflación que en gran medida han anclado con éxito las expectativas de inflación. Si bien el impacto de las recientes medidas monetarias variará según los países, prevemos que la marcada disminución del precio del petróleo y de otras materias primas y la crisis de demanda negativa asociada al virus dominarán la inflación a corto plazo.

La consiguiente reducción de nuestras estimaciones de inflación y el aumento de los rendimientos nominales en algunos mercados han resultado en un aumento del atractivo general de los bonos de mercados emergentes sobre la base de su rendimiento real esperado (véase el gráfico 2). Aunque se ubica por debajo del promedio de largo plazo desde la creación del índice en 2003, el PRY de referencia se sitúa actualmente en torno al promedio del período posterior a la Gran Crisis Financiera. El aumento de los rendimientos reales esperados también ha incrementado el atractivo de los bonos emergentes en divisa local que conforman el índice de referencia en relación con los bonos del mercado desarrollado. Ofreciendo en la actualidad una mejora del rendimiento real de aproximadamente 2,5%, se trata de una prima saludable en comparación con la historia (véase el gráfico 3).



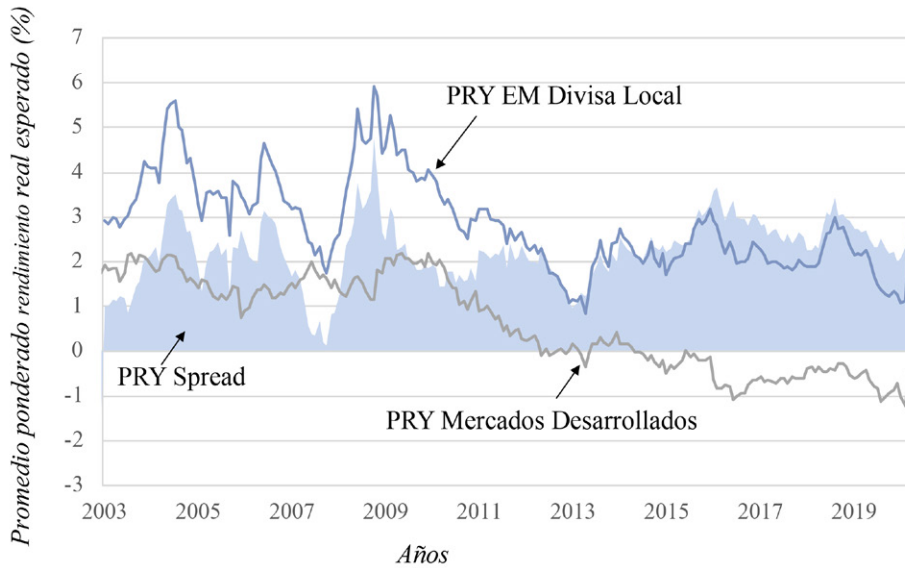
**Gráfico 2: Índice Rendimiento Real Esperado**



Nota: la tasa real esperada es el rendimiento nominal del bono a 10 años en cada mercado, menos la estimación de Colchester de la inflación. Si esto no estuviese disponible, el rendimiento a vencimiento del índice o la inflación de los precios al consumidor a 12 meses (conocida) es utilizada. Datos al 30 de abril de 2020.

El índice es el JP Morgan GBI-EM Global Diversified.

**Gráfico 3: Rendimiento Real Esperado del Índice**



Nota: la tasa real esperada es el rendimiento nominal del bono a 10 años en cada mercado, menos la estimación de Colchester de la inflación. Si esto no estuviese disponible, el rendimiento a vencimiento del índice o la inflación de los precios al consumidor a 12 meses (conocida) es utilizada. Datos al 30 de abril de 2020.

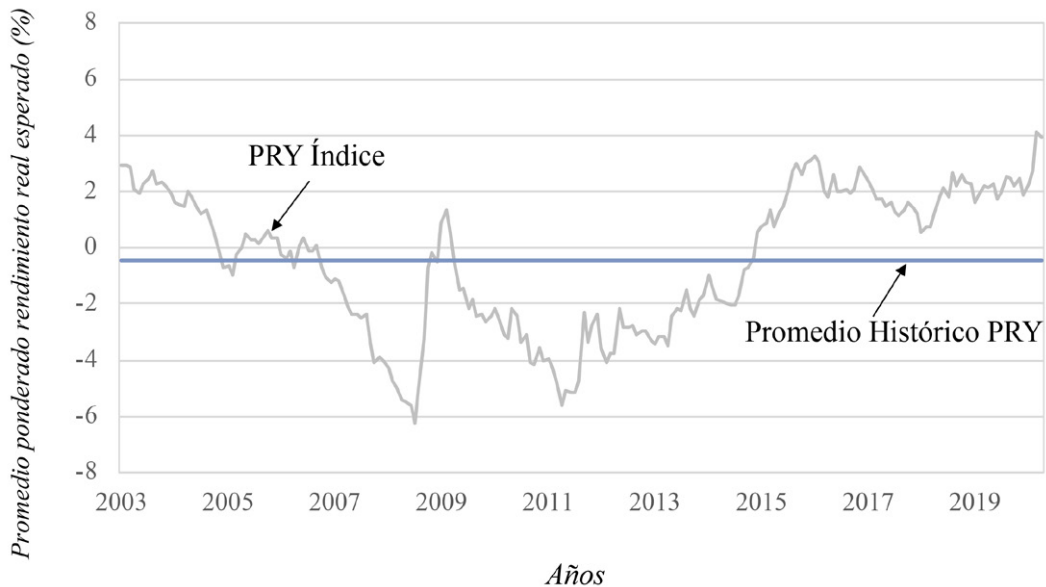
El índice de referencia para EM en divisa local es el JP Morgan GBI-EM Global Diversified index (USD sin cobertura de divisa), y para los mercados desarrollados el FTSE World Government Bond Index (USD sin cobertura de divisa), antes conocido como Citigroup World Government Bond Index (USD sin cobertura de divisa).



- Valoración de las divisas

La principal medida de Colchester para valorar las monedas es una estimación de su tipo de cambio real - o paridad de poder adquisitivo (PPA). Complementamos esto con una evaluación del balance del país, el nivel de gobernanza, los factores sociales y ambientales (ESG) y los diferenciales de los tipos de interés reales a corto plazo (es decir, el "carry real"). A pesar de estos otros factores, nuestra estimación del tipo de cambio real proporciona una útil aproximación del valor que se ofrece en una moneda individual, así como a nivel de la cartera agregada. Antes de la corrección de marzo de 2020, las monedas de los mercados emergentes ya se negociaban a niveles atractivos de valoración frente al dólar según nuestras estimaciones de valoración del tipo de cambio real. Como se muestra en el Gráfico 4, incluso antes de la crisis, los tipos de cambios reales de las monedas de los mercados emergentes que componen el índice de referencia se negociaban a niveles históricamente baratos frente al dólar. La brusca depreciación nominal que ha ocurrido en algunas de estas monedas al momento de la crisis ha llevado a que estén sustancialmente infravaloradas en términos reales frente al dólar. Asumiendo, tal como sugiere la evidencia empírica, un promedio de 5 años de reversión a la media para volver al valor razonable, esto sugiere que hay ahora un retorno esperado incluso mayor para las divisas emergentes frente el dólar en el mediano plazo. Las monedas de los mercados emergentes, junto con varias monedas del mundo desarrollado, estaban significativamente infravaloradas frente al dólar antes de la crisis del virus, la dislocación y la incertidumbre resultantes las han hecho aún más atractivas para un inversor en dólares.

**Gráfico 4: Valoración divisa índice**



Nota: La divisa se traduce a una tasa real equivalente dividiendo la infravaloración agregada del tipo de cambio (versus USD) de la cartera o índice entre 5. Esto asume una reversión de 5 años al valor razonable. Una divisa infravalorada tiene una valoración positiva y una sobrevalorada tiene una negativa. Datos al 30 de abril de 2020.

El índice de referencia es el JP Morgan GBI-EM Global Diversified.

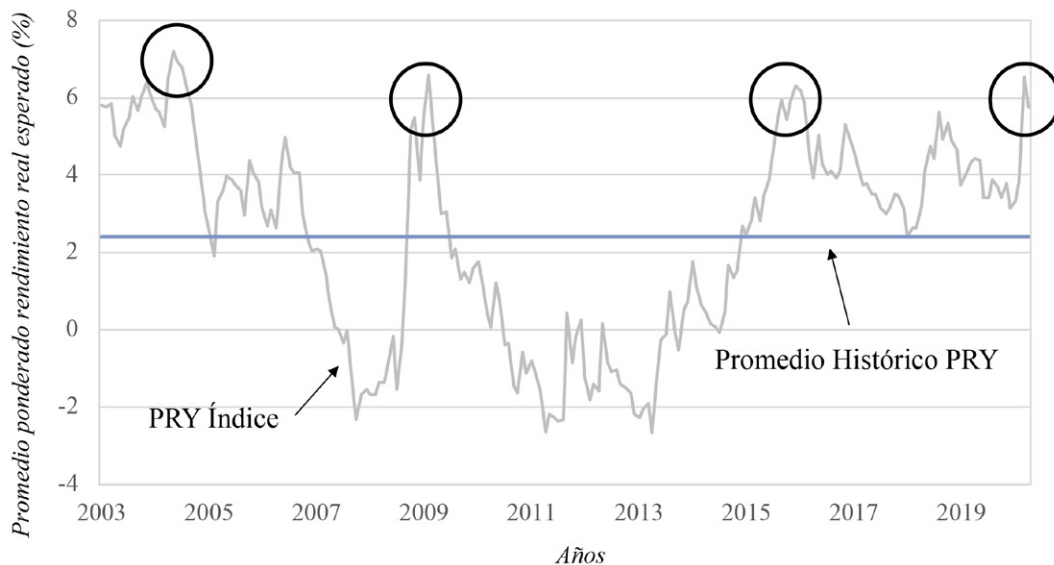


- Valoración conjunta

La combinación del rendimiento real esperado de los bonos y la valoración del tipo de cambio real resulta en un PRY agregado para el índice de referencia (gráfico 5) que sugiere que nos encontramos en niveles pocas veces vistos en términos históricos. El valor ofrecido por los bonos emergentes en divisa local está hoy a la par con el visto durante la Gran Crisis Financiera de 2009 y más recientemente, en 2015 cuando la fortaleza del dólar se combinó con problemas específicos de algunos países para crear una valoración atractiva. El rendimiento total promedio ofrecido por el índice de referencia en los dos años que siguieron a períodos de valoración igualmente extremos -junio de 2004, enero de 2009 y septiembre de 2015 – fue de 33.7%<sup>6</sup>.

La dislocación de los mercados en respuesta al virus también ha aumentado la dispersión entre los rendimientos reales y los tipos de cambio reales de los países dentro del universo de emergentes en divisa local, aumentando así las oportunidades de gestión activa. En consecuencia, creemos que podemos construir una cartera adecuadamente diversificada que ofrezca un rendimiento real esperado más alto que el que ofrece actualmente el índice de referencia.

**Gráfico 5: PRY Índice Combinado**



Nota: Combinación del rendimiento real de los bonos (tasa nominal del bono a 10 años, menos la inflación estimada por Colchester), de no estar disponible, se sustituye con el rendimiento a vencimiento del índice de mercado o la inflación de los precios al consumo de los próximos 12 meses (conocida), y el rendimiento real de la divisa (rendimiento real equivalente resultante de dividir la infravaloración agregada frente al dólar americano del tipo de cambio real de la cartera o índice entre 5). Datos al 30 de abril de 2020.

El índice es el JP Morgan GBI-EM Global Diversified.

Como ya hemos resaltado previamente, los rendimientos reales y el tipo de cambio real no son los únicos factores que consideramos relevantes al analizar las oportunidades de inversión en el conjunto de soberanos emergentes en divisa local. La fortaleza del balance, la calificación crediticia y otros factores de riesgo también deben ser considerados.

<sup>6</sup> El rendimiento total del JP Morgan GBI-EM Global Diversified Index (dólares sin cobertura de divisa) entre junio de 2004 y junio de 2006 fue del 27,7%, entre enero de 2009 y enero de 2011 fue del 47,7% y entre septiembre de 2015 y septiembre de 2017 fue del 25,6%.

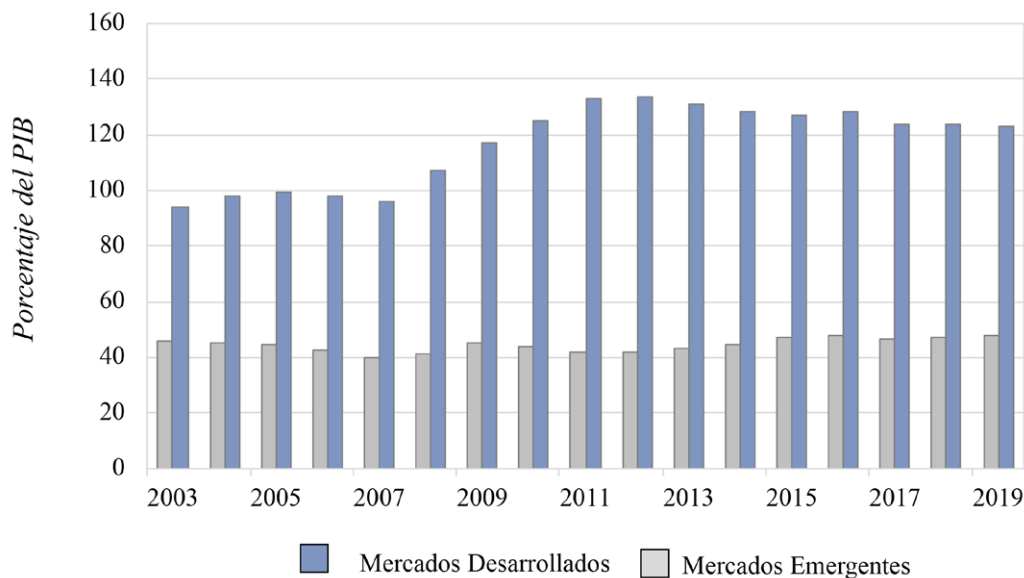


## Hojas de balance

Las valoraciones deben considerarse en el contexto de los fundamentos. En otras palabras, ¿son justificadas las caídas en la valoración de las divisas y la suba en los rendimientos reales? En resumen, la respuesta parecería ser "no" cuando se mira el universo de los mercados emergentes en su conjunto.

Al entrar en la pandemia, podría decirse que los mercados emergentes en su conjunto se encontraban en una posición más estable que sus homólogos de los mercados desarrollados en varias mediciones. Si se observa la relación entre deuda y PIB, por ejemplo, se observa que los mercados emergentes tenían menos de la mitad de la deuda que los mercados desarrollados (véase el gráfico 6). Además, el aumento relativamente menor de la deuda pública en los mercados emergentes en los últimos 10 años aproximadamente pone de relieve su enfoque más cauteloso de la gestión macroeconómica y la adopción generalizada de políticas generalmente prudentes y ortodoxas.

**Gráfico 6: Índice-Nivel Ponderado de Endeudamiento Gubernamental**



Nota: Mercados desarrollados es el promedio ponderado por países de los componentes del FTSE World Government Bond Index (USD sin cobertura de divisa), anteriormente el Citigroup World Government Bond Index (USD sin cobertura de divisa). Mercados Emergentes es el promedio ponderado por país de los componentes del JP Morgan GBI-EM Global Diversified Index (USD sin cobertura de divisa).

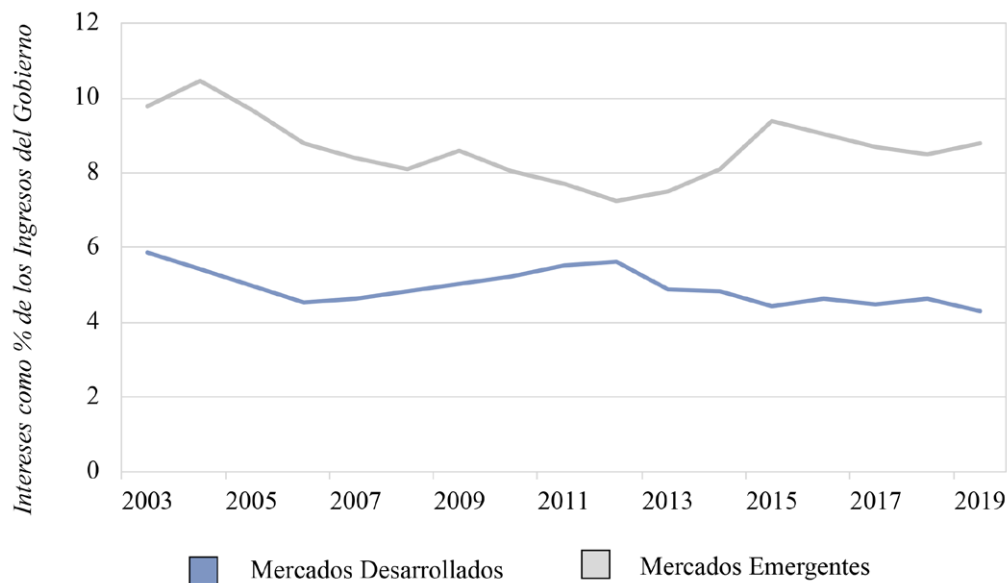
Fuente: FTSE Russell, JP Morgan, FMI.

Por otra parte, a pesar de los menores niveles de deuda, los mercados emergentes siguen sufriendo de mayores costos del servicio de la deuda como proporción de los ingresos del gobierno en comparación con los mercados desarrollados (véase el gráfico 7). Esto refleja tanto unos tipos de interés domésticos más altos como unos ingresos públicos más bajos que los del mundo desarrollado. Los ingresos del gobierno en los mercados emergentes son, en promedio, inferiores al 30% del PIB, mientras que en los mercados desarrollados los ingresos del gobierno son superiores al 40% en promedio. Varios factores explican esta diferencia, como niveles impositivos más bajos, mayor peso del "mercado gris" en la economía y la deficiente recaudación de impuestos en general. Muchos países emergentes siguen trabajando para mejorar estas cuestiones, que son de carácter estructural. La baja recaudación impositiva puede considerarse un aspecto estructural positivo a largo plazo, ya que ofrece a los gobiernos la oportunidad de aumentar los recursos fiscales ampliando la base impositiva y mejorando el cumplimiento y la recaudación. Las medidas adoptadas en los últimos 10 años de introducir impuestos sobre las ventas y ampliar la recaudación de impuestos en varios mercados emergentes son coherentes con este impulso para mejorar la sostenibilidad fiscal.





**Gráfico 7: Índice-Costos Ponderados del Servicio de la Deuda**



Nota: Mercados desarrollados es el promedio ponderado por países de los componentes del FTSE World Government Bond Index (USD sin cobertura de divisa), anteriormente el Citigroup World Government Bond Index (USD sin cobertura de divisa). Mercados Emergentes es el promedio ponderado por país de los componentes del JP Morgan GBI-EM Global Diversified Index (USD sin cobertura de divisa).

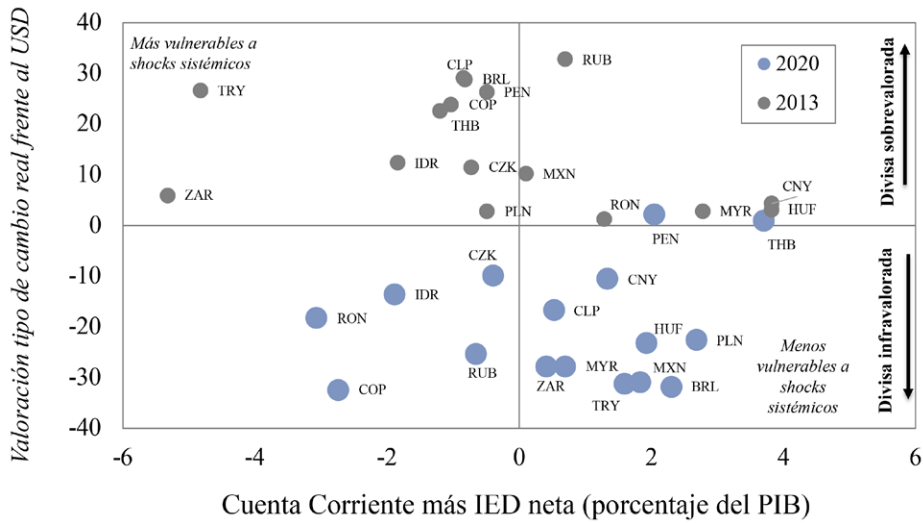
Fuente: FTSE Russell, JP Morgan, FMI.

La posición externa de muchos mercados emergentes también parece relativamente sólida. Si bien se pueden considerar varios parámetros para evaluar la vulnerabilidad externa de un país, uno particularmente útil es la suma del saldo de la cuenta corriente más la inversión extranjera directa (IED) neta. Un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos implica que un país está invirtiendo más de lo que está ahorrando y el saldo debe ser financiado desde el exterior del país. La IED tiende a ser una fuente de financiación más estable y a largo plazo, ya que incluye fusiones y adquisiciones, la construcción de nuevas instalaciones, la inversión en infraestructura, la reinversión de beneficios, etc. - todas decisiones que típicamente no se revierten rápidamente. Por lo tanto, es razonable excluir la IED -es decir, volver a añadirla a la cuenta corriente- cuando se considera la dependencia de un país de los flujos de capital a corto plazo y, por lo tanto, su posible vulnerabilidad. Por ende, un déficit en la cuenta corriente después de añadir de nuevo la IED neta, sugiere que un país depende de las entradas de "cartera" en acciones y bonos para financiar el déficit. Dichas "decisiones de inversión" suelen ser de corto plazo, lo que aumenta potencialmente la vulnerabilidad de un país a la salida de capitales.

La historia también muestra que los países con monedas más sobrevaloradas tienden a estar más expuestos a un ajuste y a una reversión de los flujos de capital. La combinación de ambos elementos en el gráfico 8 ofrece un panorama útil sobre la posible vulnerabilidad de un país. En términos sencillos, cuanto mayor sea la necesidad de capital extranjero y cuanto más sobrevalorado esté el tipo de cambio real de un país (cuadrante superior izquierdo), más expuesto o vulnerable estará ese país. En el cuadrante inferior derecho ocurre lo contrario.

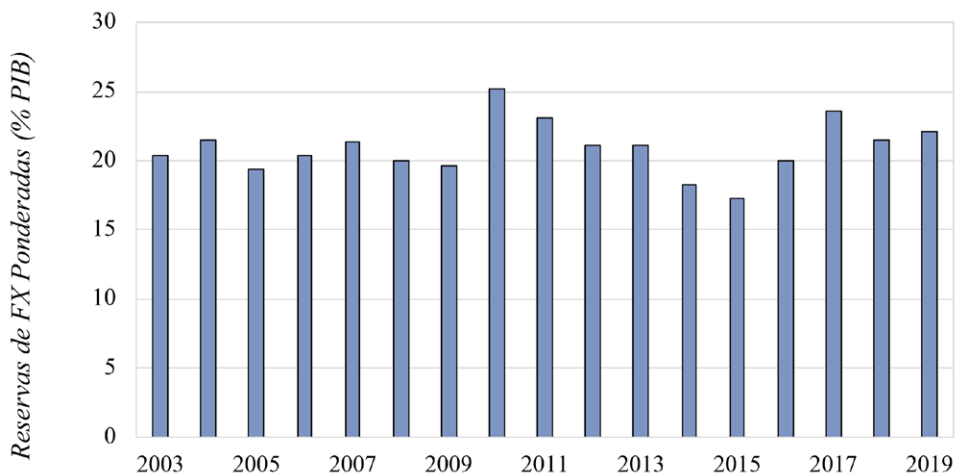
Examinando el panorama actual en el gráfico 8, se observa fácilmente que la mayoría de los mercados emergentes se encuentran en el cuadrante menos vulnerable, con tipos de cambio infravalorados y poca o ninguna dependencia de flujos de capital de corto plazo (puntos azules).

Adicionalmente, cabe resaltar que ha habido una mejora sustancial en comparación con la situación hace siete años (puntos grises).


**Gráfico 8: Tipo de Cambio Real y Cuenta Corriente**


Fuente: IMF, World Bank, Colchester Global Investors al 31 de marzo de 2020

En muchos aspectos, esta mejora en los fundamentos durante un período de depreciación del tipo de cambio real resalta los cambios de política en muchos mercados emergentes, como las mejoras en la facilidad para hacer negocios y atraer capital extranjero, la adopción generalizada de políticas macro y fiscales más prudentes e incluso el enfoque de la gestión de divisa. En particular, el cambio casi universal hacia tipos de cambio flexibles ha quitado a los balances de los gobiernos la carga de absorber la volatilidad del mercado en momentos de tensión o de acomodar las perturbaciones. Del mismo modo, el cambio hacia la financiación doméstica ha reducido considerablemente la dependencia de la deuda en moneda extranjera y ha disminuido significativamente la sensibilidad de los balances de los gobiernos a las variaciones en los tipos de cambio. En conjunto, esto ha permitido que la moneda actúe como un amortiguador de las perturbaciones de la economía sin provocar un deterioro significativo de los balances. La depreciación del rublo ruso en 2014-15 y del real brasileño en 2015, en respuesta a cuestiones específicas de cada país, son dos ejemplos de dicho enfoque. Esto ha mejorado la estabilidad macroeconómica general y puede verse reflejado en la estabilidad de las reservas de los mercados emergentes como porcentaje del PIB (véase el gráfico 9). Los días en que los países utilizaban sus recursos para intervenir en los mercados de divisas y "defender" infructuosamente su moneda parecen haber pasado.

**Gráfico 9: Índice- Reservas de FX Ponderadas Mercados Emergentes**


Nota: Las reservas de divisas de los mercados emergentes es el promedio ponderado por países de los componentes del Índice JP Morgan GBI-EM Diversified (USD sin cobertura).

Fuente: JP Morgan, FMI. Diciembre de 2019.



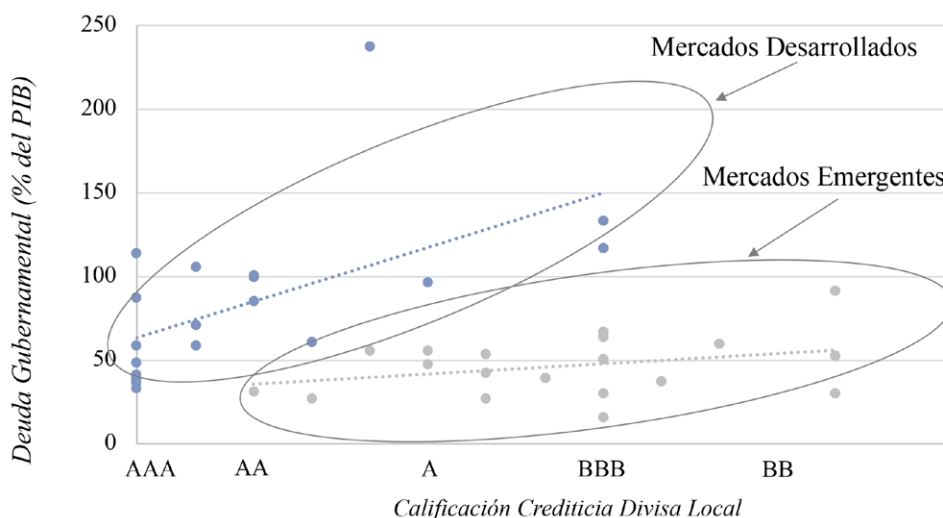
## Preocupación por las rebajas de calificación crediticia

El perfil de calificación crediticia de la deuda emergente en moneda local se ha mantenido en un saludable promedio de BBB+ durante los últimos años<sup>7</sup>. Sin embargo, habida cuenta de los paquetes fiscales de emergencia Covid-19 y la consiguiente desaceleración del crecimiento, varias agencias de calificación han actuado recientemente con rapidez para rebajar la calificación de varios emisores del universo, como México, Colombia y Sudáfrica. Por el contrario, los países del mundo desarrollado como Estados Unidos y el Reino Unido aún no han visto alterada<sup>8</sup> su calificación crediticia a pesar de haber gastado y comprometido más del 11% y el 19% del PIB, respectivamente (hasta la fecha, y sigue en pie) para ayudar a sus economías a capear la pandemia. En comparación, los paquetes de gasto y apoyo de los gobiernos de México y Sudáfrica han ascendido a un mísero 1,1% y 0,6% del PIB (hasta la fecha).

La pregunta entonces es, ¿se justifica esta rebaja en la calificación crediticia? ¿Están siendo las calificadoras de riesgo injustas con los mercados emergentes en relación con los países desarrollados, especialmente cuando todos los países, desarrollados y emergentes por igual, van a sufrir una desaceleración de su crecimiento al tiempo que el gasto gubernamental está subiendo abruptamente para apuntalar a las economías frente a la desaceleración económica? En otras palabras, la mayoría de los países sufrirán un deterioro de su hoja de balance. Esto también ha sido notado por la calificadora Fitch<sup>9</sup> quien señaló que por primera vez casi todos los soberanos que cubren van a experimentar un deterioro en su situación fiscal comparado con el año anterior. En línea con esto, los niveles de endeudamiento gubernamental aumentarán en casi todos los países.

Desde un punto de vista puramente "cuantitativo", si se observan algunas de las diversas métricas del balance, es difícil comprender cómo algunos países emergentes pueden ser calificados como inferiores a algunos de sus pares del mercado desarrollado. Claramente se esperaría que el nivel de la deuda de un soberano fuese un factor clave. Si bien existe una relación entre los niveles de deuda y las calificaciones, como se observa en el gráfico 10, hay una clara diferenciación entre los mercados desarrollados y los mercados emergentes. Los mercados emergentes actualmente poseen una menor calificación para un mismo nivel de endeudamiento, manteniendo el resto constante.

**Gráfico 10: Deuda Gubernamental vs Calificación Crediticia**



Fuente: Standard and Poor's, datos del FMI a diciembre de 2019.

<sup>7</sup> La calificación BBB+ a la que se hace referencia aquí es el promedio ponderado de la calificación de moneda local de Standard & Poor's de los países en el JP Morgan GBI-EM Global Diversified (en dólares sin cobertura de divisa) según lo calculado por Colchester.

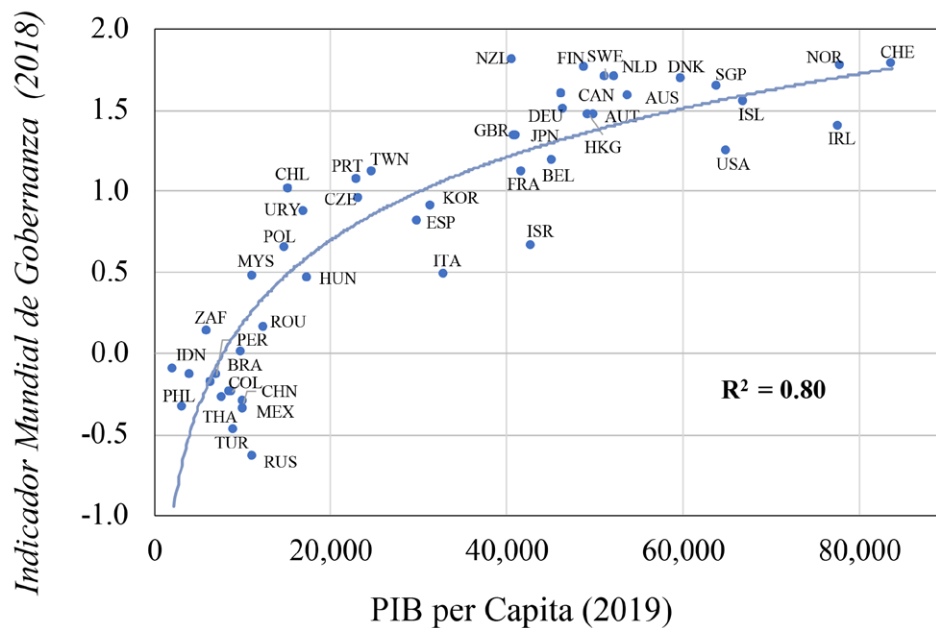
<sup>8</sup> De acuerdo a Standard & Poor's a fines de abril de 2020.

<sup>9</sup> Fitch "Deterioro Fiscal Global en Medio del Coronavirus", 24 de abril de 2020



Esto no es del todo una revelación, y si bien muchas mediciones de la deuda apuntan a que los mercados emergentes están relativamente en una mejor situación que los desarrollados, otros atributos pueden explicar esta diferenciación. De hecho, una explicación de la diferencia se encuentra en los factores "cualitativos". Esto abarca cosas como el precedente histórico de un país, la coherencia de la política, la voluntad sociopolítica de realizar los ajustes necesarios y el nivel de gobernanza, que incluye cosas como el control de la corrupción y el estado de derecho. Los mercados emergentes tienden a tener niveles de gobernanza más bajos en comparación con los mercados desarrollados y, como se muestra en el gráfico 11, esto se asocia con resultados económicos per cápita más pobres. Tradicionalmente, los organismos de calificación consideran que esto es una debilidad.

**Gráfico 11: Gobernanza y PIB Per Capita**



Fuentes: FMI, Banco Mundial, Colchester Global Investors; indicadores globales de gobernanza 2018, en los que -2,5 es la puntuación de una gobernanza débil y +2,5 la más alta puntuación de gobernanza. Los indicadores representan la puntuación media y tienen la misma ponderación.

En Colchester, como parte de nuestra evaluación de los balances de los países, no solo evaluamos la gobernanza sino también realizamos un análisis de los factores ambientales y sociales que juegan un rol en explicar la estabilidad financiera de un país. En vez de actuar como un "filtro negativo", evaluamos los aspectos cuantitativos de la hoja de balance del país versus su riesgo y debilidades que encontramos en los diversos factores ESG. En este contexto, muchos mercados emergentes dentro de nuestro universo de inversión tienen una puntuación de estabilidad financiera más baja de la que podrían tener de otra manera. Sin embargo, en general, a pesar del deterioro inducido por el virus en los parámetros fiscales, creemos que los balances de la mayoría de los países del universo de mercados emergentes siguen siendo sólidos. Las agencias de calificación pueden seguir rebajando la calificación a lo largo del sector, pero los fundamentos no apuntan a un aumento significativo del riesgo de impago. Por el contrario, el índice de referencia es sólidamente grado inversor y es probable que siga siéndolo en ausencia de un nuevo colapso mundial.





## Resumen

Si bien los rendimientos reales de los bonos de los mercados emergentes han vuelto a acercarse a sus valoraciones históricas promedio de largo plazo, sus monedas están actualmente muy infravaloradas frente al dólar. Esto le da a la clase de activo una fuente adicional de rendimiento potencial. También tiene como resultado que, en términos generales, la valoración de la deuda de emergentes en moneda local este hoy en día cercana a niveles históricos de infravaloración. *Históricamente este nivel de valoración ha demostrado ser extremadamente atractivo.*

Es evidente que existen algunas diferencias de calidad crediticia entre los bonos soberanos de mercados emergentes y desarrollados, y cada cual tiene su propio lugar en las carteras de los clientes. Sin embargo, es importante destacar las fortalezas y debilidades del balance de cada uno de ellos. En ambos mercados, es probable que los niveles de deuda pública continúen aumentando durante algún tiempo debido al apoyo fiscal proporcionado por la mayoría de los gobiernos para tratar de paliar las consecuencias económicas del impacto del virus. Es poco probable que esto debilite de manera desproporcionada los balances de los mercados emergentes. En la medida en que todos los países buscarán un mayor crecimiento del PIB nominal para estabilizar y reducir los niveles de deuda una vez que se eliminen las medidas de gasto temporales y de emergencia, es probable que los que tienen poblaciones más jóvenes en crecimiento se encuentren en mejor situación. Históricamente, los mercados emergentes han mostrado tasas de crecimiento del PIB nominal consistentemente más altas que las observadas en el envejecido mundo desarrollado. Además, hay un amplio margen para que los rendimientos de los mercados emergentes -tanto nominales como reales- se acerquen aún más a los del mundo desarrollado, reduciendo el costo del servicio de la deuda para los mercados emergentes a lo largo del tiempo. No obstante, persisten algunas buenas razones para la diferencia de calificación crediticia entre el mundo desarrollado y el mundo emergente. Sin embargo, las diferencias pueden no ser tan grandes como algunos las perciben y, en conjunto, la mayoría de los países del universo de los mercados emergentes deberían superar el temporal Covid.



## Información Relevante

- A menos que se indique lo contrario, este documento refleja los puntos de vista y opiniones de Colchester Global Investors Limited ("Colchester") a la fecha del documento, y se suministra de buena fe basado en fuentes que creemos, pero no garantizamos, que sean precisas o completas a la fecha de este documento y que pueden estar sujetas a cambios sin previo aviso. Colchester no garantiza la exactitud ni la integridad de la información de este documento y rechaza toda responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo, indirecto, consecuente o de otro tipo, incluyendo la pérdida de beneficios en la que pueda incurrir usted o cualquier tercero por basarse en este documento.
- Cierta información en este documento puede constituir proyecciones a futuro. Debido a las diversas incertidumbres y a los acontecimientos actuales, el rendimiento real de los mercados puede diferir materialmente de los reflejados o contemplados en dichas estimaciones. En consecuencia, usted no debe confiar en dichas proyecciones al tomar cualquier decisión de inversión.
- Debe ser consciente de que cualquier inversión implica un cierto grado de riesgo. Debe buscar asesoramiento profesional antes de hacer una inversión. El rendimiento pasado no es garantía del rendimiento futuro y el valor de cualquier inversión puede caer, así como subir. La inversión en cualquiera de los productos mencionados en este documento pone su capital en riesgo, y usted puede perder parte o la totalidad de su inversión. Nada en este documento debe ser interpretado como proporcionando ningún tipo de asesoramiento de inversión, fiscal o de otro tipo.
- El rendimiento de su inversión puede aumentar o disminuir como resultado de las fluctuaciones cambiarias si su inversión se realiza en una moneda distinta a la utilizada en el cálculo del rendimiento histórico este documento.
- A menos que se demuestre lo contrario, todos los retornos se ilustran en términos brutos. Los retornos brutos no reflejan la deducción de comisiones y gastos, lo que inevitablemente reduciría los rendimientos de los inversores. Nada de lo que figura en este documento debe interpretarse como un asesoramiento de inversión, fiscal o de otro tipo. Este documento puede contener información obtenida de terceros, incluidas las calificaciones de las agencias de calificación crediticia. Se prohíbe la reproducción y distribución del contenido de terceros en cualquier forma, excepto con el permiso previo por escrito del tercero en cuestión. Los proveedores de contenido de terceros no respaldan ni recomiendan los valores o productos aquí mencionados, ni garantizan la exactitud, integridad, puntualidad o disponibilidad de cualquier información, incluidas las calificaciones (negligentes o de otro tipo), independientemente de la causa, o de los resultados obtenidos por el uso de dicho contenido. Los proveedores de contenido de terceros no dan ninguna garantía expresa o implícita, incluyendo, pero sin limitarse a, cualquier garantía de comerciabilidad o idoneidad para un propósito o uso particular. Los terceros proveedores de contenido no serán responsables de ningún daño directo, indirecto, incidental, ejemplar, compensatorio, punitivo, especial o consecuente, costos, gastos, honorarios legales o pérdidas (incluyendo pérdida de ingresos o beneficios y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) en relación con cualquier uso de su contenido, incluyendo calificaciones. Las calificaciones crediticias son declaraciones de opinión y no son declaraciones de hecho o recomendaciones para comprar, mantener o vender valores. No se refieren a la idoneidad de los valores para fines de inversión y no deben considerarse como asesoramiento en materia de inversiones.
- FTSE Russell es un nombre comercial de algunas de las empresas del Grupo LSE\*. FTSE® es una marca comercial de las empresas relevantes del Grupo LSE y es utilizada por cualquier otra empresa del Grupo LSE bajo licencia. "TMX®" es una marca comercial de TSX, Inc. y es utilizada por el Grupo LSE bajo licencia. Todos los derechos sobre los índices o datos de FTSE Russell recaen en la empresa del grupo LSE correspondiente que es propietaria del índice o los datos. Ni el Grupo LSE ni sus licenciatarios aceptan ninguna responsabilidad por los errores u omisiones en los índices o datos y ninguna de las partes puede confiar en los índices o datos contenidos en esta comunicación. No se permite la distribución de datos del grupo LSE sin el consentimiento expreso y por escrito de la empresa del grupo LSE correspondiente. El grupo LSE no promueve, patrocina ni respalda el contenido de esta comunicación. \* London Stock Exchange Group plc y las empresas de su grupo (colectivamente, el "Grupo LSE"). © LSE Group 2020.



- La información se ha obtenido de fuentes que se consideran fiables, pero J. P. Morgan no garantiza su integridad o exactitud. El Índice se utiliza con permiso. El Índice no puede copiarse, utilizarse ni distribuirse sin la aprobación previa por escrito de J.P. Morgan. Derechos de autor 2020, J.P. Morgan Chase & Co. Todos los derechos reservados.
- No puede garantizarse que los profesionales que actualmente trabajan en Colchester sigan trabajando en la empresa o que el nivel de experiencia o los resultados obtenidos en el pasado sean indicativos de los resultados o el éxito futuros.

## Información Regulatoria

- Colchester es una empresa propiedad de sus empleados, con su casa matriz en Londres y oficinas regionales en Nueva York, Singapur y Dubái y una oficina de representación en Sídney, Australia.
- Colchester está autorizada y regulada por la Financial Conduct Authority en el Reino Unido. Colchester Global Investors Limited también está registrada en la Comisión de Bolsa y Valores (SEC) de los Estados Unidos y está registrada como un operador de materias primas con la Commodity Futures Trading Commission.
- Colchester Global Investors (Singapore) Pte. Ltd posee una licencia de mercados de capitales en la gestión de fondos otorgada por el Autoridad Monetaria de Singapur. Colchester Global Investors (Singapore) Pte, también posee una licencia de servicios financieros de cartera discrecional otorgada por la Comisión de Servicios Financieros de Corea.
- Por favor notar lo siguiente en relación al estatus regulatorio de Colchester en Australia: (1) ni Colchester Global Investors Limited ni Colchester Global Investors (Singapore) Pte. Ltd poseen una licencia de servicios financieros en Australia para la provisión de ciertos servicios financieros, y ambas entidades están exentas del requisito de poseer una licencia financiera australiana bajo el Acta de Corporaciones de 2001 (Commonwealth) en relación a los servicios prestados por Colchester; (ii) Colchester Global Investors Limited está autorizado y regulado por la Financial Conduct Authority del Reino Unido bajo las leyes británicas, que difieren de las leyes australianas; (iii) Colchester Global Investors (Singapore) Pte. Ltd está regulada por la Autoridad Monetaria de Singapur bajo las leyes singapurenses, que difieren de las leyes australianas. Por ende, los clientes mayoristas australianos no necesariamente están sujetos a las mismas protecciones y amparos legales que tendrían si Colchester fuese directamente sujeto al Acta de Corporaciones. Colchester está habilitada a ofrecer sus servicios financieros en Australia debido a una exención del requisito de poseer una licencia de la Australian Financial Services bajo el Acta de Corporaciones, en base a, entre otras cosas, que los clientes son "mayoristas" según el significado del Acta de Corporaciones.
- Colchester Global Investors Middle East está regulada por el Dubai Financial Services Authority para la provisión de asesoramiento en productos financieros y la conducción de negocios en inversiones. Todas las comunicaciones y servicios están dirigidos únicamente a clientes profesionales. Las personas que no sean clientes profesionales, como los clientes minoristas, no deberían ser objeto de las comunicaciones y servicios de Colchester Global Investors Middle East Limited. Colchester Global Investors Middle East Limited es una compañía establecida en el Centro Financiero de Dubái (DIFC) de acuerdo con las leyes para empresas de la DIFC Companies Law y con registro número CL 3239
- Los servicios de gestión discrecional de inversiones y fondos no serán comercializados en Argentina por medio de oferta pública, tal como está dispuesto en la sección 2 de la Ley N°26,831, tal cual fue modificada. No se ha realizado o se hará aplicación alguna a la Comisión Nacional de Valores de Argentina, la autoridad gubernamental para activos financieros de la Argentina, para ofrecer fondos o gestión discrecional de cartera en Argentina.
- Colchester Global Investors posee una licencia de proveedor de servicios financieros otorgada por la Financial Sector Conduct Authority (licencia numero 43012) en Sudáfrica.
- Colchester Global Investors Inc. es una subsidiaria enteramente propiedad de Colchester Global Investors Limited. No tiene permiso para proveer asesoramiento de inversiones o participar en actividades reguladas.



ESTE DOCUMENTO ESTA DESTINADO AL USO PROFESIONAL UNICAMENTE Y NO PUEDE SER DISTRIBUIDO PUBLICAMENTE. PUEDE CONTENER INFORMACION QUE SEA CONSIDERADA PRIVILEGIADA, CONFIDENCIAL O EXENTA DE DISEMINACION BAJO LA LEY APLICABLE. SI RECIBIO ESTA COMUNICACIÓN POR ERROR, POR FAVOR NO REPARE EN ELLA Y BORRELA Y NO DISTRIBUYA EL CONTENIDO A NINGUNA PERSONA.

ESTE DOCUMENTO NO CONSTITUYE UN PROSPECTO O UNA CIRCULAR DE OFERTA PARA SUSCRIBIR ACTIVOS. LOS INVERSORES POTENCIALES DEBEN REMITIRSE A LOS DOCUMENTOS DE OFERTA DEL PRODUCTO O EL ACUERDO DE GESTION DE INVERSIONES Y EN PARTICULAR LA INFORMACION DE RIESGO ALLI DIFUNDIDA.