

Impacto de la crisis en el mercado de eurobonos: 'rating' y nuevos emisores asiáticos

José Manuel Guaita Martínez

Coordinador y profesor consultor en el Grado de Economía y Administración y Dirección de Empresas de la Universidad Internacional de Valencia (España).

María Luisa Martí Selva

Profesora de Economía Aplicada del Departamento de Economía y Ciencias Sociales de la Universidad Politécnica de Valencia (España).

Rosa Puertas Medina

Profesora de Economía Aplicada del Departamento de Economía y Ciencias Sociales de la Universidad Politécnica de Valencia (España).

jogumar@esp.upv.es, mlmarti@esp.upv.es, rpuestas@esp.upv.es

Recibido: febrero, 2015.

Aceptado: noviembre, 2015.

Publicado: diciembre, 2015.

Resumen

La crisis financiera ha supuesto importantes cambios en la situación financiera internacional. Concretamente, en el mercado de eurobonos, las consecuencias han sido determinantes sobre el comportamiento de los inversores y emisores. En este contexto de recesión, el artículo tiene como objetivo analizar su impacto sobre el mercado de eurobonos, tratando de esclarecer el papel que han desempeñado las agencias de *rating* en todo este entramado de riesgo. Además, se añade la posición cada vez más relevante de los países asiáticos, materializada en incrementos significativos de eurobonos emitidos en yuanes. Las entidades chinas, a la cabeza del relevo, están comenzando a reemplazar a las europeas y las estadounidenses.

Palabras clave

Eurobonos, *rating*, crisis financiera, mercado financiero internacional.

Summary

The financial crisis has led to significant changes in the international financial situation. Specifically, in the Eurobond market were decisive consequences on the behavior of investors and issuers. In this recessionary environment, the paper aims to analyze its impact on the Eurobond market, trying to clarify the role played by rating agencies in this web of risk. Also, add the increasingly important position of Asian countries, materialized in significant increases Eurobonds issued in yuan. Chinese entities, at the head of the relay, are beginning to replace European and American.

Key words

Eurobonds, rating, financial crisis, international financial market.

La crisis financiera ha influido en el mercado de eurobonos: calificación crediticia de los emisores y eclosión de los emisores emergentes; en especial, China

1. Introducción

El origen de la crisis económica podría situarse en 2007. Una serie de hechos se fueron concatenando y dieron lugar a fuertes retrocesos en el desarrollo de los países: la crítica situación económica de Estados Unidos a finales de 2007, acompañada de la “imprevisible”¹ caída de Lehman Brothers (a mediados de septiembre de 2008), seguida por la recesión en Europa durante 2009. El difícil contexto se expande en 2010 con el agravamiento de la crisis de la deuda soberana europea, que supuso un estrangulamiento del crédito (*credit crunch*) durante varios años (Carrillo, 2011). Algunos economistas se han atrevido a calificarla como “plaga” por los daños sistémicos globales causados (Krugman, 2008).

Esta crisis de deuda soberana fue provocada por inyecciones masivas de liquidez de las distintas instituciones financieras internacionales. El Banco Central Europeo (BCE) concedió 95.000 millones de euros en préstamos a un día en el mercado interbancario. La Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) celebró tres subastas extraordinarias de financiación a un día con una inyección total de 38.000 millones de dólares. Por último, los bancos de Japón e Inglaterra inyectaron grandes cantidades monetarias con el objetivo de parar la sequía total instalada en el mercado interbancario, siendo, por supuesto, una crisis de liquidez en primera instancia.

Paralelamente, el BCE y la Fed realizaron una operación de permuta (*swap*) de dólares contra euros para proporcionar moneda americana a la banca europea, que estaba encontrando serias dificultades. El 12 de diciembre de 2007, los bancos centrales de cinco áreas monetarias anunciaron acciones coordinadas con objeto de facilitar la financiación durante el cambio de año a un mayor número de instituciones. El BCE, la Fed y el Banco Nacional Suizo realizaron operaciones de préstamo a largo plazo adicionales en dólares estadounidenses (2-4 de enero de 2008, 7-16 de marzo de 2008, 2 de mayo de 2008).

La principal característica de la crisis ha sido su globalidad, aunque tenía su núcleo en los países más desarrollados. Se precipitó un modelo de crecimiento basado en un endeudamiento generalizado de los agentes privados, evidenciando los límites de una mundialización con déficits y endeudamientos públicos insostenibles (Ortiz, 2013). Estos acontecimientos han hecho reflexionar a los dirigentes sobre los peligros vinculados al exceso de deuda, así como la escasez de regulación, supervisión y valoración del riesgo presente en los mercados. Por otra parte, ha surgido la necesidad de tener una arquitectura financiera internacional renovada y más acorde con el panorama actual (Menezes & Rodil, 2012).

En este contexto de recesión, el artículo tiene como objetivo analizar las dificultades que han tenido que superar los mercados de eurobonos entre 2004 y 2012, así como su incidencia sobre la calidad crediticia de los emisores. Además, se focaliza el interés en los títulos asiáticos, dado su enorme crecimiento durante los últimos años. Se trata de un tema de investigación poco tratado en la literatura y con gran relevancia por el papel predominante que está adquiriendo. Todo ello permitirá aportar nuevas reflexiones sobre la complicada situación económico-financiera que se está atravesando a escala internacional. El análisis ha requerido la elaboración de una base de datos de eurobonos a tipo fijo a partir de la información facilitada por un terminal financiero como fuente primaria (Bloomberg).

¹ De los 106 informes sobre Lehman publicados por analistas financieros de distintas instituciones en el período comprendido entre enero y septiembre de 2008, solo uno de ellos (22 de mayo) recomendó vender las acciones de Lehman, el 65 % aconsejó comprar (por ejemplo, Morgan Stanley, el 10 de septiembre de 2008) y el resto, mantenerlas (Fernández & Aguirreamalloa, 2012).

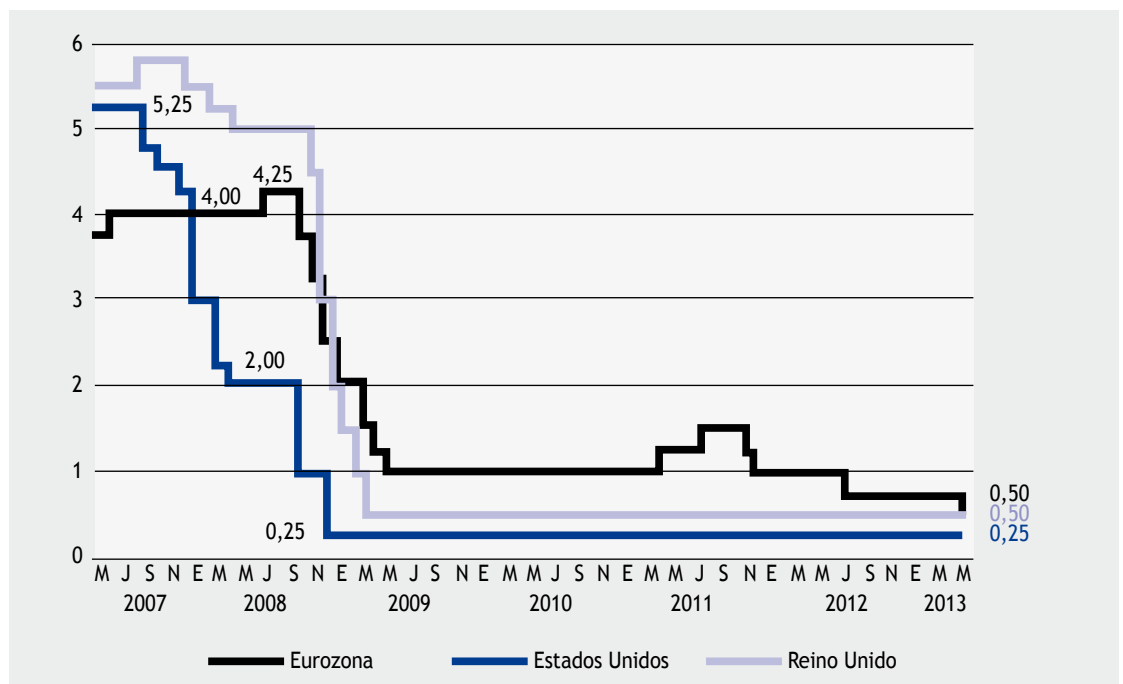
El artículo se estructura de la siguiente forma: el apartado 2 presenta los hechos relevantes que han afectado al sistema financiero desde el inicio de crisis, centrándose en el mercado de eurobonos; el apartado 3 muestra su repercusión sobre la calificación crediticia de los emisores, haciendo especial referencia a las agencias de *rating*; el apartado 4 explica el caso de los eurobonos asiáticos, en especial China, como resultado del nuevo escenario financiero; y, finalmente, el apartado 5 resume las principales conclusiones del estudio.

2. La crisis financiera sobre los mercados de capitales

Entre 2000 y 2007, la economía mundial experimentó un crecimiento sostenido, aunque desequilibrado: la deuda de los consumidores occidentales crecía mientras países como China acumulaban excedentes corrientes. En este momento es cuando las fuerzas del mercado producen un desplazamiento de las posiciones saneadas a las especulativas. Algunos autores, como Minsky y Kaufman (2008), consideran que es en la fase ascendente del ciclo económico cuando los gobernantes y el capital tienden a subestimar los riesgos.

El período previo a la crisis financiera se caracterizó por la abundancia de liquidez mundial junto con una estabilidad económica que algunos autores han denominado la “Gran Moderación” (Mizen, 2008; Bernanke, 2009; FMI, 2009). En 2007, a este escenario se sumó un descenso de los tipos de interés a niveles históricos (véase el cuadro 1), unido al papel acelerador de los agentes económicos, bajo la reducción de la percepción de riesgo de los operadores y la búsqueda de rentabilidades más elevadas, pero con un mayor nivel de riesgo (Hernández, 2009).

Cuadro 1
Evolución de los tipos de interés oficiales (porcentaje)



Fuente: elaboración propia; datos de Bloomberg.

Los países asiáticos tienen una posición cada vez más relevante

Esta etapa supuso una creciente innovación financiera en los mercados de deuda y financiación estructurada. Esta última consistía en agrupar activos para venderlos posteriormente como valores en varios tramos, cada uno de ellos con perfiles de riesgo/rentabilidad distintos (CGFS, 2005). En un entorno de expectativas ilimitadas de beneficios y demanda creciente, las empresas buscaron financiación en el mercado de eurobonos porque suponía acceso a inversores mundiales y a costes bajos; por ello, en el período 2004-2007 se produjo su fase expansiva. La gran mayoría de las emisiones fueron avaladas por las agencias de *rating* con el máximo nivel crediticio: S&P otorgó a Lehman Brothers una nota de A+1 un día antes de su caída (15 de septiembre de 2008) y posteriormente se apresuró a rebajarla hasta D (bono basura).

Desde comienzos de la crisis, las agencias de *rating* han sido acusadas de ser uno de sus principales responsables, al haber valorado productos o emisores con alto *rating* sin corresponderles realmente esa valoración. Las calificaciones deben tener contenido informativo relevante para el mercado, por lo que las agencias ejercen una gran influencia en los mercados financieros mundiales. Sin embargo, la realidad es que se trata de empresas muy poco controladas por las autoridades reguladoras del mercado y con escasa competencia en el sector. En este sentido destacan las iniciativas del G-20 y la Unión Europea por establecer una regulación estricta sobre ellas para evitar que situaciones como las actuales se repitan (Verona & Deniz, 2011).

La información de los mercados financieros era asimétrica e incompleta, convirtiéndose en instituciones irracionales e ineficientes (Eichengreen, 2009; De la Dehesa, 2000). Aplicada esta idea al panorama existente, se observa que la irracionalidad ha residido en los descensos de los tipos de interés, alterando las expectativas de beneficio y elevando el endeudamiento de los agentes económicos. Se invertía a crédito y se suponía que la rentabilidad económica rebasaría el coste de endeudamiento, siendo la garantía del préstamo el propio activo adquirido. La ineficiencia² estuvo presente en el mercado; el valor del activo comprado seguía subiendo sin tener en cuenta la información aportada por los distintos agentes económicos (rebajas en las calificaciones crediticias y pérdidas en el sector financiero). Sin embargo, el proceso alcanzó su límite cuando los mercados apreciaron que el valor de los activos no se correspondía con su precio real. En ese momento se impusieron las órdenes masivas de venta.

Los Estados adquirieron un nuevo protagonismo. Autores como Stiglitz (2010) defienden un nuevo equilibrio entre lo público y el mercado. La estabilidad financiera es un bien público y los responsables de la política económica están obligados a evitar una crisis sistémica. Esta Gran Recesión, causada principalmente por una acumulación de deuda privada en países como España e Irlanda, ha desestabilizado las finanzas públicas, agravando si cabe más la situación financiera en Europa (Mafféi & Forget, 2011).

Desde el comienzo de la crisis se produjo un cambio en el papel de los bancos centrales de las economías más avanzadas. Originariamente sus funciones se limitaban a la intervención sobre los tipos de interés, buscando la estabilidad de precios, así como a ejercer la tarea de prestamista de último recurso, mediante el aporte de liquidez a las instituciones financieras con problemas. Posteriormente se han centrado en la realización de funciones regulatorias, estabilizadores de los sistemas financieros y operadores cuasi-fiscales, incluyendo la provisión de fondos para resolver problemas de solvencia y liquidez, tanto a instituciones financieras

² Los mercados de capitales eficientes son aquellos cuyos precios reflejan plenamente la información disponible (Brealey & Myers, 1998; Weston & Copeland, 1994; Suárez, 1992; Fama, 1991, 1998).

Se puede apreciar un resurgimiento del mercado de eurobonos en estos años de crisis, con nuevos emisores y divisas

como a gobiernos. El desempeño de este tipo de actividades ha llevado a replantear los temas referidos al rol de la política monetaria, la autonomía de los bancos centrales y la relación con la gestión de la política fiscal (Buitter, 2012).

El tema de cuándo y cómo debe producirse una modificación de las funciones y la estrategia de estas instituciones tiene una importancia crítica. Cualquier señal generada por los bancos centrales de un cambio estratégico se reflejará incrementando la rentabilidad de los bonos a largo plazo, lo que puede provocar un aumento de los tipos de interés de forma prematura y, con ello, arriesgar aún más la posibilidad de dejar atrás la recesión (Sequín, 2012).

Toda esta situación financiera ha evolucionado en una crisis de deuda soberana que ha transformado el concepto de eurobonos. El término *eurobonos* ha sido utilizado a lo largo de sus casi cincuenta años de vida con diferentes significados. Su denominación data de finales de la Segunda Guerra Mundial, cuando se lanzó el Plan Marshall para la recuperación económica de Europa Occidental. El volumen de dólares existente en el Viejo Continente era tan elevado que las empresas americanas venían a Europa a financiarse en dólares, ya que resultaba más barato que hacerlo en su propio país. A los saldos de depósitos en dólares fuera de Estados Unidos se les denominó *eurodólares* y su cuantía se incrementó fuertemente gracias a los superávits por cuenta corriente de los países exportadores de petróleo entre 1973-1983. Por extensión, a las emisiones de bonos internacionales también se las empezó a conocer como *eurobonos*. Inicialmente se destinaron a captar financiación debido a los dólares expatriados, pero terminó denominándose así a las emisiones en cualquier divisa realizada fuera de su país de origen, siendo este el concepto más extendido en la literatura financiera.

Diez años más tarde, con el nacimiento del euro, se empezó a llamar *eurobonos* a los bonos designados en euros, para terminar, otros diez años después, aplicándose esa denominación a lo que eventualmente será deuda pública a medio y largo plazo emitida de manera conjunta por los diferentes Estados de la eurozona. Esta emisión de "eurobonos" por parte de la Unión Europea, si llegara a realizarse algún día, sería un paso muy importante en el proceso gradual de integración europea, a pesar del encarecimiento que supondría para la financiación de Alemania. Sin embargo, en este artículo no se utiliza el término *eurobonos* según esta definición. En este análisis se ha denominado eurobonos a los bonos emitidos en una moneda distinta a la del país de lanzamiento y colocada simultáneamente en los mercados de al menos dos países.

El crecimiento de los mercados financieros europeos, junto con las nuevas normas más estrictas en Estados Unidos, provocó que, a principios de los años noventa, el diferencial bruto (*spread*³) en el mercado de bonos norteamericano fuera significativamente más bajo que en el de eurobonos. Si bien este *spread* siguió disminuyendo en el primero, se redujo a un ritmo aún más rápido en el segundo, hasta el punto de eliminar la gran diferencia de costes existente entre ambos. Sin embargo, las empresas estadounidenses optaron por colocar su deuda en el mercado de eurobonos debido, en parte, a la disminución de sus márgenes brutos relativos y a la reducción de los costes de suscripción (Peristiani & Santos, 2010).

A finales de 2008 se produjo un aumento del *spread* respecto al bono alemán. Existió una mejora de la eficiencia informativa de los eurobonos debido al comportamiento de los inversores, que preferían instrumentos financieros más seguros (Fernández, Guercio & Martínez, 2012). En definitiva, la crisis financiera en el ámbito de los eurobonos se ha

³ Diferencia entre el precio de compra y venta de un activo financiero. Se utiliza normalmente para medir la liquidez del mercado.

Los mercados de eurobonos necesitan definir su estrategia de actuación a largo plazo

traducido en un descenso generalizado del número de emisores y emisiones, así como en una menor influencia de las agencias calificadoras de riesgo.

A pesar de la crisis, el mercado de eurobonos logró remontar durante 2011 y 2012 tanto en emisiones como en nominales definidas en las principales divisas, junto con algunas emergentes como el renminbi chino. Los beneficios potenciales obtenidos frente a los mercados regulados continuaban presentes: acceso a inversores extranjeros, mayores importes globales, mejores precios, vencimientos más largos y diversificación de los grandes mercados *offshore*⁴. No obstante, los riesgos inherentes a las emisiones de eurobonos se mantienen. La crisis financiera ha provocado una vuelta a la fortaleza del mercado de eurobonos como clave para la obtención de beneficios en la diversificación de la financiación.

3. Impacto de la crisis sobre la calificación crediticia de los emisores

La calificación crediticia es una variable fundamental utilizada en la literatura para la formación del *spread* de una emisión de bonos domésticos y eurobonos (Leibowitz, Krasker & Nozari, 1990; Duffee, 1998; Datta, Iskandar-Datta & Patel, 1999; Okashima & Fridson, 2000). Un eurobono perteneciente a un emisor con alto *rating* tendrá un *spread* reducido; el inversor que lo adquiera presentará aversión al riesgo, prefiriendo sustituir rentabilidad por disminuir el riesgo de impago.

Desde un punto de vista teórico, la calificación resulta clave en las emisiones de deuda internacional. Al ser los emisores de eurobonos poco conocidos por los inversores fuera de sus respectivos países de origen, el *rating* se convierte en un referente de enorme valía. Las tres agencias de *rating* más importantes son Moody's, Standard & Poor's y Fitch, que se reparten más del 90 % del mercado. En principio, la demanda de eurobonos se ha visto muy condicionada por la opinión de los inversores sobre las características del producto. Su valoración⁵ se centra en criterios similares: la permanencia en los balances, la capacidad de absorción de pérdidas sin necesidad de liquidación de la entidad y el grado de subordinación. No obstante, existen diferencias importantes respecto al peso dado a cada elemento.

Una de las consecuencias de la crisis financiera han sido las críticas realizadas a las agencias de calificación. En principio, su metodología está basada en un conjunto amplio de variables y modelos econométricos que favorecen la valoración objetiva de los emisores. Sin embargo, se ha demostrado que, en etapas de turbulencias financieras, las rebajas de *rating* se han producido por acontecimientos acaecidos, totalmente desconectados de su marco analítico (Alonso & Trillo, 2012). Además, las calificaciones a largo plazo se han efectuado olvidándose de la abundante operatoria diaria del mercado, siendo esta la que acumula un mayor riesgo y, por tanto, tiene más necesidad de información. En los últimos años, los cambios en el *rating* han sido realizados principalmente por elementos políticos y no económicos, sin anticiparse a los problemas y apoyándose en circunstancias coyunturales.

El incremento de eurobonos desde mediados de los ochenta ha supuesto paralelamente un desarrollo de sus calificaciones por la propia necesidad de los inversores de obtener información sobre la calidad crediticia de sus emisores. Esta demanda de información se

⁴ Mercado no sujeto a ninguna autoridad nacional o internacional.

⁵ Según Moody's, una calificación crediticia es una opinión relacionada con la confiabilidad crediticia de una entidad, una deuda u obligación financiera, un título de deuda, una acción preferencial u otro instrumento financiero o de un emisor de dicha deuda u obligación financiera, título de deuda, acción preferencial u otro instrumento financiero, emitida utilizando un sistema establecido y definido de calificación para categorías de clasificación.

El daño ocasionado por las agencias de 'rating' ha demandado un mayor control y regulación de estas agencias

aceleró en los noventa debido a la situación coyuntural de los países emergentes, no exentos de crisis financieras: la de México en 1994-1995, la asiática en 1997, el *default* ruso en 1998, la de Brasil en 1999 o las de Argentina en 2001 y 2002.

El deterioro del mercado hipotecario y la revisión de los supuestos de las agencias han provocado cambios de escala y magnitud sin precedentes en las calificaciones crediticias. Los inversores, hasta entonces usuarios frecuentes del *rating* para gestionar sus riesgos y tomar decisiones de inversión, empezaron a cuestionarlo ante la creciente e inesperada oleada de rebajas de puntuación. A su vez, la desconfianza en las valoraciones de los productos financieros estructurados provocó el desplome de la demanda de eurobonos.

En ese contexto de insuficiente financiación ordinaria, los distintos agentes nacionales e internacionales que intervienen en los mercados adoptaron estrategias diversas en torno a los mercados de eurobonos, produciéndose una huida hacia la eficiencia, es decir, hacia la compra de eurobonos de máxima calidad crediticia. Muchas compañías decidieron no emitir deuda por las condiciones del mercado, evitando la valoración de las agencias de *rating*.

El resultado ha sido que las empresas de calificación están continuamente cuestionadas por su accionariado, existiendo un profundo conflicto de intereses, señalado incluso por el propio Fondo Monetario Internacional (FMI, 2010). Así, por ejemplo, Moody's y S&P son empresas privadas estadounidenses y las calificaciones que otorgan a los emisores y a los instrumentos financieros aportan información cuantitativa considerada de enorme valía por la mayoría de los inversores, lo que tiene implicaciones en las conductas de estos y del resto de los agentes (emisores y gobiernos). Sin embargo, el accionariado de las agencias son empresas conocidas en la industria financiera por gestionar carteras y tener fuertes vinculaciones con fondos de inversión, pudiendo existir una posible confrontación de intereses.

En este proceso de crisis financiera, se ha puesto de manifiesto su significativa influencia sobre los eurobonos, detectándose una reacción de los precios en el mercado (Abad, Díaz & Robles, 2008). Si el *rating* no es el esperado, el *spread* exigido por el inversor será mayor; si, por el contrario, es mejor, no se observará modificación alguna en el precio, percibiéndose mayor sensibilidad en los eurobonos de empresas no financieras y menor en los bonos bancarios (Steiner & Heinke, 2001; Creighton, Gower & Richards, 2007; Joo & Pruitt, 2006). Algunos autores han centrado sus investigaciones en la posible existencia de grados de confianza dependiendo de quién emita la calificación y han llegado a evidenciar que el mercado no valora una agencia más que otra (Steiner & Heinke, 2001; Li, Jeon, Cho & Chiang, 2008; Taib, Di Lorio, Hallahan & Bissondoyal, 2009).

Por último, hay que destacar que, debido a la influencia de las agencias en los mercados financieros y su comportamiento desde el comienzo de la crisis, existe una petición generalizada de gobiernos y autoridades reguladoras de los mercados en la que se solicita una reglamentación internacional que garantice su transparencia. Así, cabe citar las demandas de los líderes del G-20 en sus diferentes acuerdos alcanzados en las Cumbres de Londres (2009), Pittsburgh (2009), Toronto (2010) y Seúl (2010). La Unión Europea ha establecido las condiciones para la emisión de calificaciones crediticias, así como normas relativas a la organización y actuación de las agencias de *rating*, con el fin de fomentar su independencia y evitar conflictos de intereses (Reglamento n.º 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009, sobre las agencias de calificación crediticia).

Los inversores demandan claridad y fiabilidad en sus calificaciones

4. Emisores emergentes asiáticos: China

La mayoría de las economías emergentes son incapaces de endeudarse a largo plazo en su propia moneda. Este hecho constituye un fallo de mercado del que derivan implicaciones de gran alcance para la explicación de las recientes crisis. La fragilidad financiera aumenta fundamentalmente por dos razones:

1. Los proyectos de inversión a largo plazo tienden a financiarse con préstamos a corto plazo (*maturity mismatch*), acentuando los problemas de morosidad de los deudores e incrementando la proporción de créditos incobrables. El consiguiente deterioro de la calidad de los activos del sistema bancario hace aumentar la vulnerabilidad financiera del país.
2. Si los agentes económicos se endeudan en dólares y reciben sus ingresos en moneda local (*currency mismatch*), una devaluación de esta última aumentará proporcionalmente la deuda en su propia moneda. A su vez, eso hará incrementar la morosidad de los clientes y deteriorará la calidad de los activos del sistema bancario, creando las condiciones para que se produzca una crisis financiera (Bernardi Carriello, 2010).

El mercado de eurobonos en los países y divisas emergentes sufrió tensiones similares a las experimentadas por los países industrializados. Los datos del PIB correspondientes al cuarto trimestre de 2008 confirmaron el creciente impacto de la crisis financiera en estas economías hasta entonces dependientes de las exportaciones para estimular su crecimiento, especialmente las asiáticas. La producción en Corea cayó más de un 3 % en tasa interanual, mientras que China anunciaba una desaceleración de más de cuatro puntos porcentuales debido, en parte, a la menor demanda exterior.

A partir de los problemas del sector financiero, el colapso de los flujos comerciales se vio agravado no solo por el temor al riesgo de contraparte entre los bancos implicados en la financiación comercial, sino también por la correspondiente distorsión de los flujos netos de crédito comercial entre países exportadores e importadores (BPI, 2009). El descenso de las ventas internacionales se reflejó, a su vez, en una caída de los precios de los activos. Sin embargo, comparados con su evolución durante la inmediata crisis de confianza de septiembre y comienzos de octubre de 2008, los precios de los activos mostraron una mayor diferenciación por países y regiones.

Uno de los índices que miden la diferencia entre el interés pagado por los bonos denominados en dólares emitidos por los países emergentes y los del Tesoro de Estados Unidos (Treasury Bonds), considerados "libres" de riesgo, es el EMBI (Emerging Markets Bonds Index o Indicador de Bonos de Mercados Emergentes). Está elaborado por JP Morgan Chase e incluye bonos Brady⁶ denominados en dólares, eurobonos y préstamos e instrumentos de deuda interna emitidos por entidades soberanas y cuasi soberanas.

El EMBI+ es una ampliación del EMBI y registra todos los instrumentos de deuda denominados en moneda extranjera de los mercados emergentes (véase el cuadro 2). Es uno de los principales indicadores del riesgo país y el diferencial se expresa en puntos básicos (pb). Una medida de 100 pb significa que el gobierno en cuestión estaría pagando un punto

⁶ Son títulos que dan una nueva estructura a la deuda de un país al intercambiar préstamos comerciales por bonos nuevos. Normalmente, estos bonos nuevos tienen algún tipo de garantía relacionada con bonos cupón cero del Tesoro de Estados Unidos u otros títulos de alta calificación crediticia, denominados en dólares norteamericanos y con vencimientos de hasta treinta años.

porcentual por encima del rendimiento de los Treasury Bonds. Los bonos de mayor riesgo pagan un interés más alto; así el *spread* de estos bonos respecto a los del Tesoro americano es más amplio.

Cuadro 2
Evolución del EMBI+ sobre bonos asiáticos

AÑO	EMBI+	PORCENTAJE INTERANUAL
2005	321,76	
2006	379,38	17,91 %
2007	427,10	12,58 %
2008	431,28	0,98 %
2009	476,21	10,42 %
2010	577,00	21,17 %
2011	626,82	8,63 %
2012	720,20	14,90 %

Fuente: elaboración propia; datos del Banco Mundial.

Tal como se observa en el cuadro 2, esta crisis que en principio era propia de los países desarrollados ha tenido también un impacto directo sobre las economías emergentes. En tan solo cinco años se pasó de pagar un 4 % a pagar un 7 % por encima del rendimiento de los bonos americanos. La crisis ha incluido un intenso proceso de salida de capitales, traducándose en el encarecimiento del crédito en los mercados internacionales. Se ha verificado una fuerte alza de las primas de riesgo para el conjunto de las economías de los mercados emergentes (EME) computadas en el EMBI+, que no ha parado de crecer en la última década.

Este índice global no refleja el caso de China, que, junto con la India, se sumó a una veloz integración en los mercados internacionales. Se produjo una industrialización acelerada, traducida en una tendencia al alza de la demanda de muchos de los bienes de exportación procedentes de las economías latinoamericanas (petróleo y metales básicos), junto con un aumento de la demanda de alimentos, con la consiguiente subida de los precios internacionales. Por otro lado, se extendió la idea de que los efectos de la crisis financiera no afectarían a la región asiática ni al resto de las economías emergentes, debido al fortalecimiento de sus fundamentales macroeconómicos y a las posiciones financieras que enarbolaban (la hipótesis del denominado *decoupling* o desacoplamiento⁷).

Uno de los argumentos preferidos de los precursores de la hipótesis del desacoplamiento se refería a que la importancia del comercio intrarregional en Asia operaba como una barrera a las eventuales presiones recesivas provenientes del resto del mundo. Todo ello podía tender a "aislar" la dinámica de corto plazo de esas economías, autonomizándolas en cierto grado del

⁷ En sentido estricto, el desacoplamiento de dos economías, o grupos de economías, se refiere a que ambas exhiben un grado de sincronización cíclica limitado. Así definido, el desacoplamiento combina dos aspectos complementarios. En primer lugar, cabe entender lo que en la literatura académica se ha venido a denominar *sincronismo puro*. Tras esta expresión, un tanto críptica, se esconde sencillamente el hecho de que dos economías pueden estar situadas en la misma fase del ciclo (expansión o contracción) o no. Un segundo aspecto del desacoplamiento es el referido a la distancia que separa las posiciones cíclicas de dos economías (Ruiz, 2010).

comportamiento en el ámbito internacional. Sin embargo, al estar dicho comercio regional articulado en una cadena de oferta global dispuesta para servir a través de la exportación final desde China al mercado de los países desarrollados, las presiones recesivas se transmitieron inmediatamente a través de todos los eslabones de esa cadena (Katz, 2010). Igualmente, los ritmos de caída del comercio exterior en Singapur, Hong Kong, Japón, Taiwán y Corea también fueron significativos; se situaron en torno al 35 % en 2009.

China ha actuado de contrapeso parcial ante la retracción de las economías avanzadas, sosteniendo financieramente a Estados Unidos y la Unión Europea, asegurando la continuidad de sus ventas externas, preservando la demanda interna y motorizando la adquisición internacional de materias primas. El gigante asiático representó entre el 10 % y el 15 % del PIB mundial; en 2011 aportó aproximadamente la cuarta parte del crecimiento del PIB global. Todo ello, como se observa en el cuadro 3, ha sido paralelo al aumento de las emisiones de eurobonos en China y Hong Kong.

Cuadro 3
Emisores de eurobonos en China y Hong Kong

Año	CHINA		HONG KONG	
	Emisiones	Crecimiento anual	Emisiones	Crecimiento anual
2010	64	204,76 %	49	444,44 %
2011	426	565,63 %	394	704,08 %
2012	898	110,80 %	542	37,56 %

Fuente: elaboración propia; datos de Bloomberg.

Por otra parte, la emisión en yuanes chinos suponía apoyar la idea de convertir esta moneda en mundial. Existe un sector chino relacionado con “los negocios globales” que reclama que una porción de cualquier “auxilio” quede nominado en yuanes (Katz, 2011). Sin embargo, esa inserción monetaria revalorizaría el tipo de cambio y deterioraría el modelo exportador.

La emisión de eurobonos en renminbi se ha multiplicado casi por seis entre 2007 y 2011, apreciándose un mayor aumento a partir de 2010, momento en el que China autorizó a las instituciones financieras de la región administrativa especial (RAE) de Hong Kong a abrir cuentas en esta moneda (véase el cuadro 4). El desarrollo del mercado financiero está

Cuadro 4
Emisiones de eurobonos en yuanes chinos (CNY)

AÑOS	EMISIONES	CNY MM	USD MM
2007	21	5.492	722
2008	7	2.756	397
2009	12	3.147	461
2010	39	7.617	1.125
2011	346	29.841	4.618
2012	699	37.027	5.869
Total	1.124	85.880	13.191

Fuente: elaboración propia; datos de Bloomberg.

El despertar de los países asiáticos se hace patente en el mercado de eurobonos y en el sector manufacturero desde 2007

encaminado a una apertura de la cuenta de capitales, con un menor grado de restricciones en las entradas y salidas de capital financiero. El renminbi en un tiempo prudencial podría convertirse en moneda reserva.

Se produce un descenso de este crecimiento en el segundo trimestre de 2011 al empeorar las condiciones del mercado mundial por la crisis de deuda europea. Uno de los desafíos para el país asiático consiste en seguir desarrollando otros mercados financieros como lo está haciendo con los eurobonos, además de ampliar la disponibilidad de activos de alta calidad denominados en renminbi (Prasad & Ye, 2012).

Los mercados financieros del país, en especial los bonos públicos y eurobonos, deben ser profundos y líquidos, con muchos compradores y vendedores que proporcionen activos seguros a los inversores y bancos centrales de otros países. Los mercados de deuda chinos se caracterizan por ser pequeños en cifras absolutas, aunque están creciendo con gran rapidez (BPI, 2011).

En el período 2004-2012, el 53,8 % de las emisiones de eurobonos de cupón fijo eran en dólares estadounidenses. Sobre el conjunto de títulos emitidos en divisas asiáticas destaca el yen japonés, que alcanza un 9,8 % del total (32.478), un nivel de emisiones de 3.182 eurobonos. En mercados más pequeños, como Hong Kong y Corea, se han analizado los motivos del desarrollo de las emisiones de eurobonos frente a las de bonos nacionales. Los resultados sugieren que las razones que subyacen en la elección de las empresas para endeudarse en los mercados financieros han sido los diferenciales de precios más baratos, el acceso de los inversores extranjeros y la posibilidad de emitir eurobonos más grandes, de más baja calificación y de mayor vencimiento (Black & Munro, 2010).

En el caso de Corea destacan dos emisores en el período 2009-2012, Korea Hydro & Nuclear Power Co. Ltd. y Korea National Oil Corp., con una mejora en las calificaciones crediticias en sus emisiones de A2 en 2009 a A1 en 2011-2012, todas ellas correspondientes al grado de inversión. Se trata de emisiones realizadas en dólares estadounidenses cuyos *spreads* mejoran anualmente, cumpliéndose la hipótesis de la teoría económica de que “mejores calificaciones crediticias implican un menor coste”.

Indonesia tiene eurobonos emitidos por Indonesia Government International Bond en el período 2004-2012 con un programa anual por un importe de 23.950 millones de dólares estadounidenses. En este caso, las calificaciones crediticias han ido disminuyendo de B2 hasta el año 2006, B1 para 2007 y B3 en 2009 y se ha producido una recuperación a Ba1 a partir del 2011. Los *spreads* también se incrementan en el período álgido de la crisis (2009), llegando a posicionamientos de *spreads* cercanos a 850 pb, que remontan posteriormente a un rango de 225-185 pb, lo que muestra claramente una disminución del coste financiero.

5. Conclusiones

El artículo se ha centrado en identificar la influencia de la crisis financiera en el mercado de eurobonos, destacando la calificación crediticia de los emisores y la eclosión de los emisores emergentes, en especial China.

A pesar de las sombras de desaparición que han rodeado el mercado de eurobonos durante los años de crisis, se puede apreciar un resurgimiento más reforzado, con nuevos emisores y divisas que reflejan la realidad económica mundial. Se trata de una fuente de financiación

flexible por la ausencia de regulación, la falta de barreras a la competencia, la gran variedad de inversores y la posibilidad de acceder a mayores volúmenes a un mejor precio y con un vencimiento más dilatado.

El sistema financiero en su conjunto atraviesa un momento difícil. La crisis de deuda pública y el creciente cuestionamiento de las agencias de calificación hacen que los mercados de eurobonos necesiten definir su estrategia de actuación a largo plazo. El daño ocasionado por las agencias de *rating* ha levantado el clamor popular, que demanda un mayor control y regulación de estas. Su información debe reflejar la situación del mercado, no pudiendo estar influenciada por condicionantes externos que desvirtúen la realidad.


El despertar de los países asiáticos, con China a la cabeza, se hace patente no solo en el sector manufacturero, sino también en el mercado de eurobonos, en el que su presencia es indiscutible desde 2007. Los países desarrollados deberán revisar sus estrategias si no quieren verse desbancados por la intrusión de los mercados emergentes en el panorama internacional.

Se presentan unos años de grandes cambios, que precisan una exigente regulación y control para poder evitar o prever, con suficiente antelación, situaciones económico-financieras como las actuales. El papel de las agencias de *rating* debe ser determinante como informadores sobre las condiciones de los emisores y el mercado, teniendo en cuenta que los inversores demandan claridad y fiabilidad en sus calificaciones. Todo ello permitirá construir un sistema financiero sólido y fiable al servicio de una sociedad cada vez más exigente.

6. Referencias bibliográficas

- Abad, P., Díaz, A., & Robles, M. (2008). *Influence of Rating Announcements and Their Characteristics on Abnormal Liquidity in Corporate Debt Market*. Comunicación presentada al IX Encuentro de Economía Aplicada, Salamanca, junio.
- Alonso, N., & Trillo, D. (2012). El papel de las agencias de calificación en la crisis de la deuda. *Relaciones Internacionales*, 21, 79-96.
- Bernanke, B. (2009). *Financial Reform to Address Systemic Risk*. Discurso pronunciado en el Consejo sobre Relaciones Exteriores, Washington DC.
- Black, S., & Munro, A. (2010): Why issue bonds offshore? *BIS Papers*, 52, 97-144. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1725989>
- BPI (2009). Capítulo 3: La crisis financiera internacional. 79.º *Informe Anual*, 18-42.
- BPI (2011). Capítulo 5: Reforma de la regulación financiera: logros, dificultades y perspectivas. 81.º *Informe Anual*, 73-94.
- Bernardi Carriello, B. (2010). *Crisis cambiarias en países emergentes: modelos empíricos de explicación y predicción*, Universidad del Norte.
- Brealey, R., & Myers, S. (1998). La financiación empresarial y las seis lecciones de la eficiencia del mercado, en Brealey, R. & Myers, S. (eds.), *Manual: Fundamentos de Financiación Empresarial*, McGraw-Hill.
- Buiter, W. (2012). *The Role of Central Banks in Financial Stability: How Has It Changed?* London: Centre for Economic Policy Research.
- Carrillo, J. (2011). Cuatro años de estrangulamiento crediticio y dos de euro-crisis. *Boletín Económico de ICE, Información Comercial Española*, 3018, 27-38.
- CGFS (Committee on the Global Financial System) (2005). *The role of ratings in structured finance: issues and implications*. Bank for International Settlements. January.
- Creighton, A., Gower, L., & Richards, A. (2007). The impact of rating changes in Australian financial markets. *Pacific-Basin Finance Journal*, 15(1), 1-17. <http://dx.doi.org/10.1016/j.pacfin.2006.04.003>
- Datta, S., Iskandar-Datta, M., & Patel, A. (1999). Bank monitoring and the pricing of corporate public debt. *Journal of Financial Economics*, 51, 435-449. [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00060-9](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00060-9)

- De la Dehesa, G. (2000). El papel de los mercados financieros en la autoalimentación y contagio de las crisis financieras. *Moneda y crédito*, 210, 11-58.
- Duffee, G. (1998). The relation between treasury yields and corporate bond yield spreads. *Journal of Finance*, 53(6), 2225-2241. <http://dx.doi.org/10.1111/0022-1082.00089>
- Eichengreen, B. (2009). *Qué hacer con las crisis financieras*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Fama, E. (1991). Efficient capital markets: II. *Journal of Finance*, 46(5), 1575-1617. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04636.x>
- Fama, E. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*, 49, 283-306. [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00026-9](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00026-9)
- Fernández, A., Guercio, M., & Martínez, L. (2012). A comparative analysis of the informational efficiency of the fixed income market in seven European countries. *Economics Letters*, 116(3), 426-428. <http://dx.doi.org/10.1016/j.econlet.2012.04.047>
- Fernández, P., & Aguirreamalloa, J. (2012). La insolvencia de Lehman Brothers en septiembre de 2008: Sobre su previsibilidad y sobre algunos "profetas a posteriori". IESE Documento de investigación DI-950.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2009). Capítulo 2: Evolución de la economía mundial y de los mercados financieros. *Informe Anual 2009*, 15-26.
- FMI (2010). The Uses and Abuses of Sovereign Credit Ratings, en Fondo Monetario Internacional, *Global Financial Stability Report. Sovereign, Funding, and Systemic Liquidity*, 85-122.
- Hernández, M. (2009). El papel relevante de los tipos de interés en la crisis económica española. *Anuario jurídico y económico escurialense*, 42, 267-290.
- Joo, S., & Pruitt, S. (2006). Corporate bond ratings changes and economic instability: Evidence from the Korean financial crisis. *Economics Letters*, 90, 12-20. <http://dx.doi.org/10.1016/j.econlet.2005.04.003>
- Katz, C. (2011). El ajedrez global de la crisis. *Revista Crítica de Sociedades*, 1(3), 30-55.
- Katz, S. (2010). Centro y periferia: la propagación de la crisis global a las economías de la región. *Documentos de Trabajo/Investigaciones Económicas*, 48. Buenos Aires: Banco Central de la República Argentina (BCRA).
- Krugman, P. (2008). *The Return of the Depression on Economics and the Crisis of 2008*. New York: W. W. Norton & Company.
- Leibowitz, M., Krasker, W., & Nozari, A. (1990). Spread duration: a new tool for bond portfolio management. *The Journal of Portfolio Management*, 16(3), Spring, 46-53. <http://dx.doi.org/10.3905/jpm.1990.409272>
- Li, H., Jeon, B., Cho, S., & Chiang, T. (2008). The impact of sovereign rating changes and financial contagion on stock market returns: evidence from five Asian countries. *Global Finance Journal*, 19, 46-55. <http://dx.doi.org/10.1016/j.gfj.2007.12.001>
- Mafféi, B., & Forget, J. (2011). *L'Europe survivra-t-elle à la mondialisation?* Paris: Economica.
- Menezes, V., & Rodil, O. (2012). La crisis financiera global en perspectiva: génesis y factores determinantes. *Revista de Economía Mundial*, 31, 199-226.
- Minsky, H., & Kaufman, H. (2008). *Stabilizing an unstable economy*. New York: McGraw-Hill.
- Mizen, P. (2008). The credit crunch of 2007-2008: A discussion of the background, market reactions, and policy responses. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 90(5), September-October, 531-567.
- Okashima, K., & Fridson, M. (2000). Downgrade/Upgrade ratio leads default rate. *The Journal of Fixed Income*, 10(2), September, 18-24. <http://dx.doi.org/10.3905/jfi.2000.319267>
- Ortiz, F. (2013). Crisis de la deuda y nueva gobernanza económica: una alternativa conservadora al gobierno económico europeo. *Revista de Economía Mundial*, 33, 229-257.
- Peristiani, S., & Santos, J. (2010). Has the US bond market lost its edge to the eurobond market? *International Review of Finance*, 10(2), 149-183. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-2443.2010.01111.x>
- Prasad, E., & Ye, L. (2012). ¿Reinará el renminbi?: La moneda china está adquiriendo más importancia a escala mundial, pero es poco probable que destrone al dólar en el futuro cercano. *Finanzas y Desarrollo*, 49(1), 26-29.
- Ruiz, A. (2010). 2010, ¿año de decoupling? *Informe Mensual-La Caixa*, 331, 33-36.
- Sequín, L. (2012). *La gran recesión y la crisis europea: Lecciones y dilemas de la política económica*. Instituto Latinoamericano de Investigaciones Sociales.
- Steiner, M., & Heinke, V. (2001). Event study concerning international bond price effects of credit rating actions. *International Journal of Finance and Economics*, 6, 139-157. <http://dx.doi.org/10.1002/ijfe.148>
- Stiglitz, J. (2010). *Caída libre*. Madrid: Taurus.
- Suárez, A. (1992). *Decisiones óptimas de inversión*. Madrid: Pirámide.

- Taib, H., Di Lorio, A., Hallahan, T., & Bissondoyal, B. (2009). The share price reaction during corporate bond rating revision. Comunicación presentada en la Second Annual London Conference on Money, Economic and Management, World Business Institute of Australia, Londres.
- Verona, M. C., & Deniz, J. J. (2011). Las agencia de rating y la crisis financiera de 2008. ¿El fin de un poder sin control? *Criterio Libre*, 14, 127-160.
- Weston, J., & Copeland, D. (1994). *Manual: Finanzas en Administración*. McGraw-Hill. 

«Impacto de la crisis en el mercado de eurobonos: 'rating' y nuevos emisores asiáticos». © Ediciones Deusto. Referencia n.º 4031.