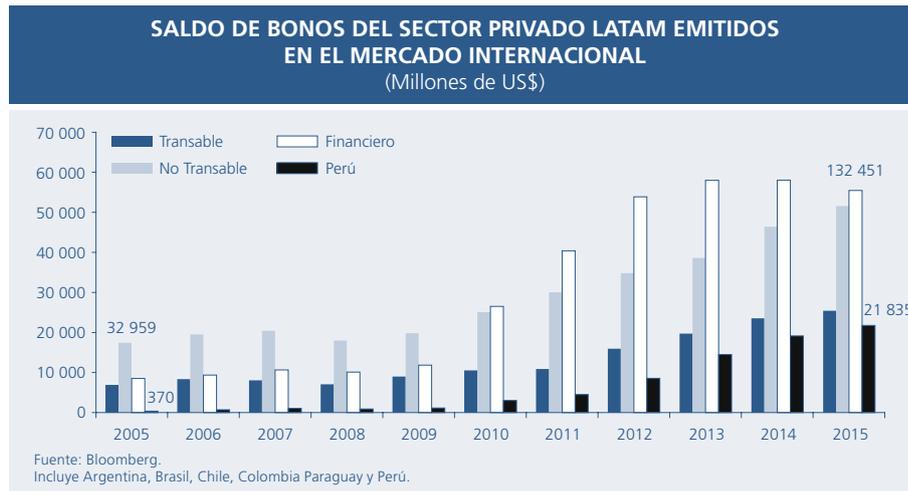




### Recuadro 3 TENDENCIAS RECIENTES DE LAS EMISIONES DE BONOS DE EMPRESAS LATINOAMERICANAS EN EL EXTERIOR

Uno de los efectos de las políticas de expansión cuantitativa llevadas a cabo por los bancos centrales de economías desarrolladas entre 2010 e inicios de 2013, ha sido el rápido incremento en los flujos de capitales hacia las economías emergentes bajo la forma de demanda de bonos del sector privado<sup>4</sup>. En este recuadro se describe la reciente evolución de estas emisiones de bonos para un grupo representativo de economías de América Latina (Argentina, Brasil, Colombia, Chile, Paraguay y Perú<sup>5</sup>), y se analizan los estados financieros de las empresas no financieras emisoras con el objetivo de identificar un potencial efecto sobre los balances de estas empresas por la mayor volatilidad cambiaria observada a partir de mayo 2013.



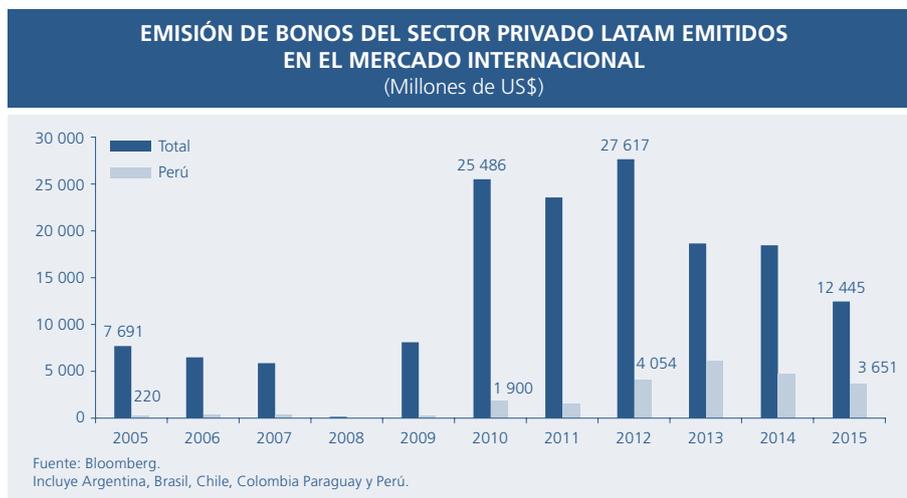
Para este grupo de países se observa un incremento en el saldo de bonos emitidos en el exterior de empresas financieras y corporaciones desde US\$ 32 959 millones en 2005 hasta el saldo actual de US\$ 132 451 millones. En términos de emisiones anuales, el mayor dinamismo comienza en el año 2010, principalmente por el dinamismo en las emisiones de empresas brasileñas, en línea con el resto de mercados emergentes<sup>6</sup>. Las empresas brasileñas y chilenas destacan como los principales ofertantes de bonos en los últimos 10 años (48 y 21 por ciento, respectivamente). Sin embargo, desde el año 2012 se ha observado una participación creciente de empresas peruanas que usan el mercado externo para financiamiento de sus actividades (desde 14 por ciento del total de las emisiones en 2012 hasta 29 por ciento en 2015).

4 Ver Lo Luca et al (2014) para un análisis contra factual que muestra que la emisión de bonos en las economías emergentes habría sido la mitad de lo observado sin los programas de flexibilización cuantitativa implementados en las economías desarrolladas.

5 Empresas en Bolivia, Ecuador, Uruguay y Venezuela aún no han obtenido financiamiento mediante bonos en el mercado externo.

6 Ver Branimir Gruic y Philip Wooldridge (2013), "Who is Issuing international bonds denominated in emerging market currencies", BIS.

La tendencia presentada reflejaría los cambios en las condiciones financieras globales, altamente expansivas hasta abril 2013, que han permitido que las empresas latinoamericanas accedan a un financiamiento externo con condiciones muy favorables (en términos de las tasas de rendimiento exigidas por los inversionistas y tamaño de las emisiones), pero también una mejor percepción en los fundamentos económicos de los países de la región que permitieron el desarrollo observado, como por ejemplo, mejor calificación de riesgo país, y tasas de crecimiento elevadas para las economías de la región, en particular hasta 2013.



Además de las características antes mencionadas, la mayoría de las emisiones se ha realizada a tasa cupón fijo (86 por ciento), limitando el impacto en el costo financiero para las empresas de cambios futuros en las tasas de interés internacional. Asimismo, las empresas emisoras presentan calificaciones crediticias altas (67 por ciento de los bonos emitidos presenta un rating superior a BBB de acuerdo a Fitch); las emisiones cuentan con opciones de recompra incluidas que permiten a los emisores pagar la deuda de forma anticipada cuando las condiciones de mercado le permitan acceder a una tasa de financiamiento menor.

Una característica importante, que limita el riesgo de re-financiamiento en este segmento del mercado de bonos es el plazo de estas emisiones, que se ha incrementado de 8 a 12 años entre los años 2004 y 2015. Asimismo, una parte importante de las emisiones cuentan con fondos de amortización que aseguran el pago del capital a los bonistas.

En el caso particular de las emisiones de bonos de empresas peruanas, otro factor que limita el riesgo de este mercado es que la mayoría de vencimientos están distribuidos a partir del año 2020, por lo que en el corto plazo, la potencial presión de refinanciamiento es baja. Además se debe tener en cuenta que, de acuerdo a una encuesta reciente elaborada por el BCRP, una parte importante de los recursos recibidos por la emisión de bonos se usaron en la ejecución de proyectos de inversión y el reperfilamiento de deuda. El 48 por ciento se destinó a complementar IDE (US\$ 5 300 millones), el 40 por ciento al reperfilamiento de deuda (US\$ 4 417 millones), el 6 por ciento a inversiones en el exterior (US\$ 625 millones) y el restante 6 por ciento a otras inversiones (US\$ 611 millones). Así, en el caso del Perú, la tendencia de crecimiento de la emisión de bonos en el exterior no generó un incremento significativo en el apalancamiento de las empresas emisoras.





**PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LOS BONOS EMITIDOS EN EL MERCADO EXTERNO**  
(Porcentaje de la Emisión Anual Total)

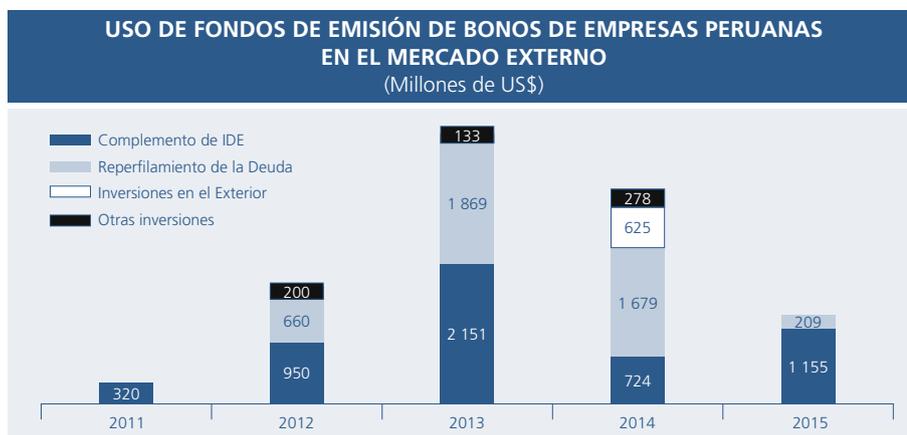
	2013		2014		2015	
	LATAM	Perú	LATAM	Perú	LATAM	Perú
<b>Moneda</b>						
Moneda Extranjera	93	94	92	100	98	93
Moneda Local	7	6	8	0	2	7
<b>Tasa Cupón</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>	<b>5,4</b>	<b>5,9</b>	<b>5,5</b>	<b>5,6</b>
Spread con Treasury	258	175	260	383	296	319
<b>Sector*</b>						
Transable	27	31	23	19	29	86
No Transable	34	40	56	55	56	6
Financiero	39	29	21	27	15	8
<b>Tasa Cupón</b>						
Fija	96	100	94	87	92	94
Flotante (inc. Escalonada)	4		6	13	8	6
<b>Plazo Original</b>						
<5 años	22	100	18	11	14	
6-10 años	69		54	46	53	21
11-20 años	6		22	23	16	33
>20 años			5	20	17	47
Perpetuidad	2					
<b>Calificación Crediticia</b>						
Grado de Inversión	76	82	79	63	79	100
Grado Especulativo	24	18	21	37	21	
<b>Garantía</b>						
Gantizado (Secured)	1	2	13	25	13	6
No Garantizado (Unsecured)	93	95	83	58	79	94
Subordinado	6	3	4	17	8	0
<b>Opción de Recompra</b>						
Bono Redimible (Callable)	77	85	81	89	65	93
Bono No Redimible (Non Callable)	23	15	19	11	35	7
Fondo de Amortización (Sinkable)	8	26	30	26	12	6

\*Sector Transable: Alimentos, agroindustrial, bebidas, calzado, celulosa, industrial, minería, papel, pesca, químico farmacéutico y textil. Sector No Transable: automotriz, autopartes, cemento, construcción, comunicaciones, comercio, entretenimiento, energía, electrónica, equipo, logística, máquinas, retail, turismo, transporte y telecomunicaciones.

**USO DE FONDOS DE EMISIÓN DE BONOS DE EMPRESAS PERUANAS  
EN EL MERCADO EXTERNO**  
(Millones de US\$)

Uso	2011	2012	2013	2014	2015	Total	
						Mill.	%
Complemento de IDE	320	950	2 151	724	1 155	5 300	48
Reperfilamiento de la Deuda		660	1 869	1 679	209	4 417	40
Inversiones en el Exterior				625		625	6
Otras Inversiones		200	133	278		611	6
	<b>320</b>	<b>1 810</b>	<b>4 153</b>	<b>3 306</b>	<b>1 364</b>	<b>10 953</b>	<b>100</b>

Fuente: Encuesta BCRP.



Sin embargo, una vulnerabilidad que requiere ser monitoreada constantemente, es el potencial impacto de la depreciación del tipo de cambio sobre la posición financiera de las empresas emisoras, dado que el 93 por ciento de las emisiones se han realizado en US dólares, y un 25 por ciento de empresas emisoras operan en el sector no transable de la economía, por lo que enfrentan efectos hoja de balance negativos ante depreciaciones del tipo de cambio real, y que de no estar protegidos contra el riesgo cambiario, mediante instrumentos financieros, podrían elevar su apalancamiento y reducir su rentabilidad en caso de una depreciación mayor o más rápida del sol.

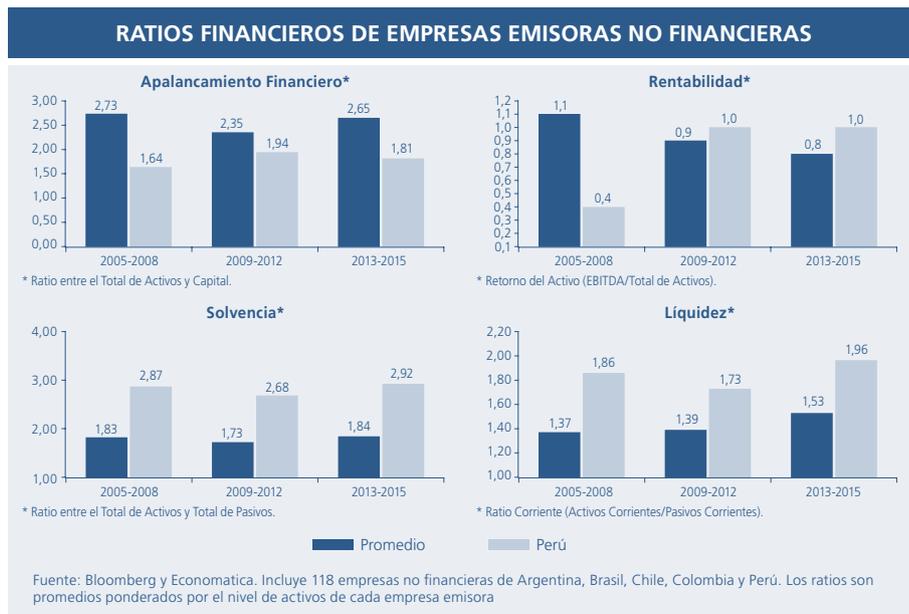
A continuación se presentan cuatro indicadores financieros para 118 empresas no financieras de los países antes mencionados, que emitieron bonos en el mercado financiero internacional con el objetivo de analizar si la depreciación de las monedas de la región y el mayor riesgo país que se observa en los últimos dos años en los mercados financieros internacionales han afectado estos estados financieros. Como se observa en el siguiente cuadro, de los cuatro indicadores analizados, el indicador de rentabilidad, es el que mayor reducción ha mostrado en promedio para la región<sup>7</sup>, mientras que el ratio de apalancamiento financiero ha mostrado una reducción más moderada. En el caso del

7 Se consideran los ratios promedio ponderado por el nivel de activos previo al periodo de la crisis *subprime* (2005-2008) y el periodo de mayor crecimiento de las emisiones en el mercado externo (2009).





Perú, sin embargo, estos indicadores muestran mejor posición financiera y menor deterioro en los últimos años. Por ejemplo, el indicador de apalancamiento de las empresas peruanas emisoras está por debajo que del resto de países, y ha mostrado un incremento marginal desde 2009, lo que denota un menor nivel de riesgo de no pago. Asimismo, el indicador de rentabilidad, calculado como el EBITDA respecto al total de activos, y los indicadores de liquidez y el de solvencia, son mejores en el caso del Perú, y no se han deteriorado significativamente, lo que denota una fortaleza relativa mayor de este segmento del mercado de crédito en el Perú, respecto al resto de la región.



El análisis previo sugiere que a pesar del incremento observado en la emisión de bonos corporativos en los mercados financieros internacionales, este segmento no representa una fuente de riesgo significativa. Por un lado, esta emisión de bonos ha permitido a sus emisores acceder a deuda de largo plazo y a tasas fijas bajas, y a la vez les ha permitido acceder a una base más diversificada de inversionistas. Han sido también las empresas con mejor calificación de riesgo y de mayor tamaño las que han accedido al mercado de capitales internacional<sup>8</sup>. Por otro lado, a pesar del importante ajuste en los tipos de cambio en la región, y la mayor volatilidad observada en los mercados financieros internacionales, no se ha observado un deterioro significativo en la situación financiera de las empresas emisoras, en particular en el caso de las empresas emisoras peruanas.

Estos resultados, sin embargo, en un escenario de riesgo podrían cambiar a futuro, de acentuarse la depreciación del tipo de cambio, o el endurecimiento de las condiciones financieras externas. Por ello, resulta fundamental evaluar constantemente la evolución de las coberturas de riesgo cambiario de las empresas emisoras, y sus vínculos con el sistema financiero, para poder anticipar potenciales efectos contagio, vía efectos negativos de una depreciación mayor en el tipo de cambio, o a través de los mecanismos tradicionales de crédito y de depósitos, como a través del mercado de derivados. Ello con el objetivo de tomar acciones preventivas que reduzcan la probabilidad de estrés en el sistema financiero a partir de la dinámica de los mercados asociadas a las emisiones de bonos antes mencionadas.

Así, durante este año algunas empresas locales han recomprado parte de la colocación de bonos en el exterior, mediante la emisión de bonos en moneda nacional.

8 Los activos de las empresas no financieras emisoras se han incrementado de US\$ 811 780 millones en el año 2008 a US\$ 1 567 389 millones en el año 2015.