

E

MISIÓN DE TÍTULOS DE DEUDA denominados en soles POR EMPRESAS NO RESIDENTES^{1 2}

MIRIAM LUNA*, HIROSHI TOMA**
Y DONITA RODRÍGUEZ***



* Especialista Senior, Departamento del Programa Monetario del BCRP.
miriam.luna@bcrp.gob.pe



** Supervisor, Departamento de Modelos Macroeconómicos del BCRP.
hiroshi.toma@bcrp.gob.pe



*** Jefa de Análisis Macroeconómico de Apoyo Consultoría.
drodriguez@apoyoconsultoria.com

El artículo describe las características de los títulos de deuda denominados en soles en mercados emitidos fuera del Perú por empresas no residentes y compara el desarrollo de estos con títulos similares de otros países de la región. Los autores coinciden en que la evolución positiva del saldo de estos títulos en los últimos años corrobora el reconocimiento internacional del progreso de la economía peruana.

¹ Los autores agradecen las sugerencias de Consuelo Soto, Miguel Cruz, Jairo Flores, Harumi Hasegawa y Andy Núñez para la elaboración de este artículo.

² La información usada en este reporte proviene de Bloomberg y está actualizada al segundo trimestre de 2017.

INTRODUCCIÓN

En la última década, el Perú experimentó un crecimiento económico superior al promedio de Latinoamérica y el Caribe³ (5,5 por ciento frente a 2,5 por ciento). En este mismo periodo, aumentó el saldo de títulos de deuda denominados en soles emitidos por parte de empresas no residentes^{4,5}. En este artículo se describen las características de estos títulos y se comparan con valores similares de otros países de la región.

EVOLUCIÓN DE LOS VALORES EMITIDOS EN SOLES

Desde 2004 hasta junio de 2017, 35 entidades no residentes han emitido 83 bonos denominados en soles fuera de la jurisdicción peruana. Por definición, este grupo de bonos no incluyen las emisiones del Estado ni de otras corporaciones domiciliadas dentro del territorio nacional.

En el Gráfico 1 se presenta la evolución de los saldos y las colocaciones de estos bonos. Se observa que entre los años 2004 y 2016 el saldo total creció ininterrumpidamente, hasta alcanzar en este último año un máximo histórico de S/ 5 400 millones. Respecto a estas colocaciones, se observan dos periodos. En primer lugar, se observa un periodo de rápido aumento entre 2004 y 2011 que coincide con las épocas de alto crecimiento de la economía peruana y una elevada apreciación de la moneda local, solo inte-

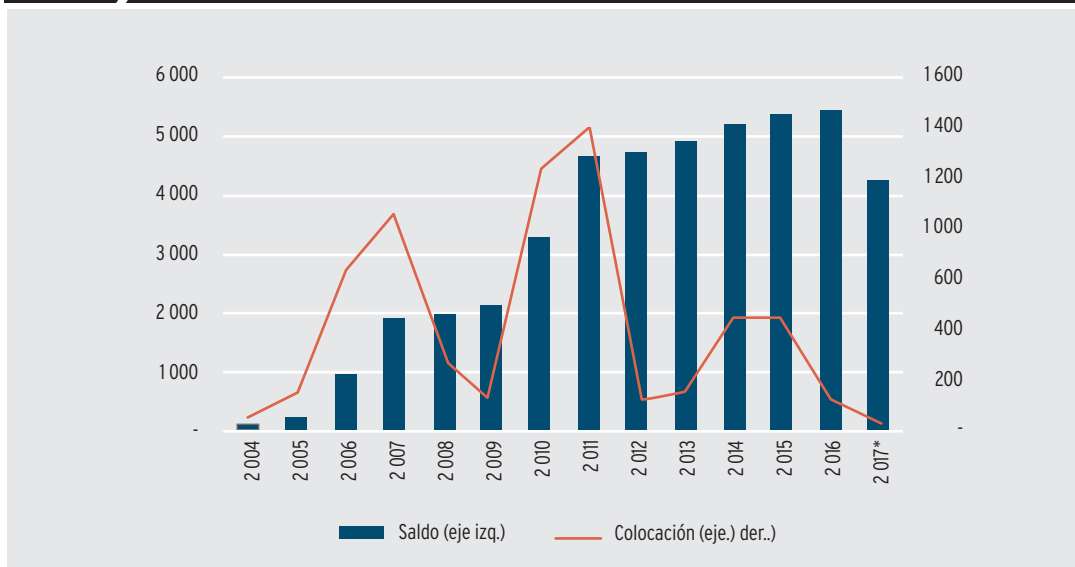
“Entre los años 2004 y 2016 el saldo de los bonos denominados en soles creció ininterrumpidamente”

rrumpido por la crisis financiera durante 2008 y 2009. En segundo lugar, desde el año 2012 en adelante se tiene un periodo de niveles moderados de colocaciones, que corresponde al periodo de tasas de crecimiento menores y de depreciación moderada de la moneda local.

CARACTERÍSTICAS DE LOS VALORES EMITIDOS EN SOLES

Al segundo trimestre del año 2017, el monto nacional de valores emitidos en soles ascendió

GRÁFICO 1 ■ Evolución de saldos y colocaciones (S/ millones)



*HASTA EL SEGUNDO TRIMESTRE DE 2017.

FUENTE: BLOOMBERG.

³ FMI (Fondo Monetario Internacional). 2017. World Economic Outlook database. Datos de 2017. (Disponible en: <http://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2017/09/19/world-economic-outlook-october-2017>).

⁴ Según el Sexto Manual de Balanza de Pagos del FMI, el concepto de residencia se entiende como el territorio económico dentro del cual una unidad económica posee su lugar de producción e interés económico.

⁵ Esta definición es similar al de los eurobonos, que son bonos emitidos en un determinado mercado por parte de empresas no residentes en una moneda que no es la del país en el que se realiza la emisión. En este caso, algunos de los bonos sobre los que se discutirá caben dentro de la definición de eurobonos.

a S/ 4 526 millones y refleja 61 bonos en circulación⁶. Esto equivale al 113 por ciento del monto total anual negociado en instrumentos de renta fija en la Bolsa de Valores de Lima durante el año 2016 y al 7 por ciento del saldo total de bonos de empresas peruanas que han emitido en el mercado internacional.

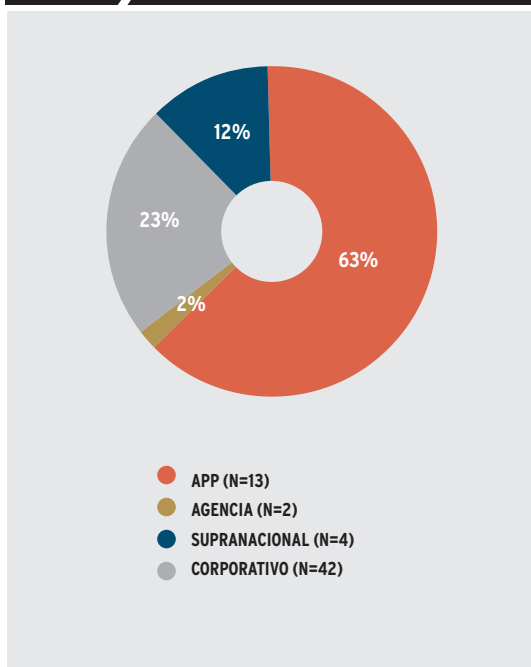
A continuación se describe las características de estos 61 bonos. Por emisor se clasifican en cuatro categorías: Asociaciones Público Privada (APP), agencias gubernamentales, empresas corporativas y entidades supranacionales. En el primer grupo se encuentran los bonos que han sido emitidos para financiar obras de infraestructura de transporte bajo el esquema de APP en el Perú. En la categoría de agencias gubernamentales destaca el bono emitido por un banco de desarrollo de Suecia⁷. Entre los valores corporativos están aquellos emitidos principalmente por entidades financieras. Por último, entre los emisores supranacionales se tiene al Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE), el Banco de Desarrollo de América Latina (anteriormente Corporación Andina de Fomento, CAF), el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y la Corporación Financiera Internacional (IFC, por sus siglas en inglés).

En el Gráfico 2 se presenta la distribución de los emisores según el monto colocado emitido.

Se observa que las APP⁸ son los principales emisores de valores en soles, con un 63 por ciento del total (S/ 2 827 millones). Por otro lado, en el Cuadro 1 se observa que la totalidad de emisiones relacionadas a las APP se han realizado a través de vehículos financieros domiciliados en las Islas Caimán.

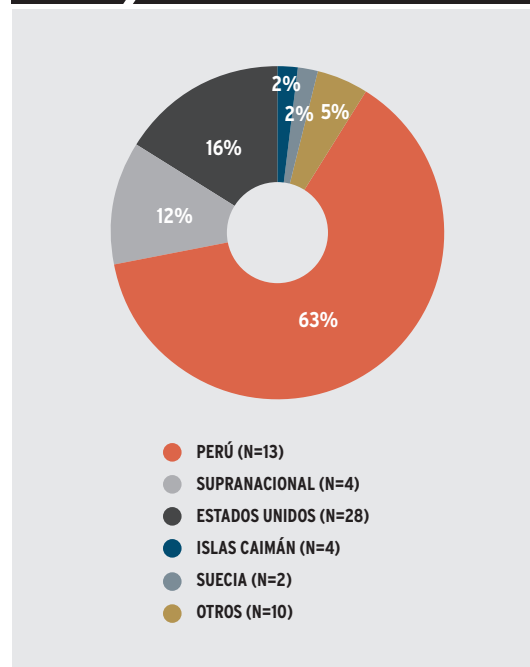
“ Las APP son los principales emisores de valores en soles, con un 63 por ciento del total ”

GRÁFICO 2 ■ Emisiones vigentes por tipo de emisor



FUENTE: BLOOMBERG.

GRÁFICO 3 ■ Emisiones vigentes por país de riesgo



FUENTE: BLOOMBERG.

⁶ Por bonos vigentes se entiende a aquellos bonos que aún no han llegado a su fecha de maduración ni han sido prepagados.

⁷ Los bancos de desarrollo son instituciones gubernamentales que otorgan financiamiento para actividades económicas de firmas locales, ya sea dentro o fuera del país.

⁸ Las emisiones están relacionadas a los proyectos de la Carretera Interoceánica IIRSA Norte, la Carretera Interoceánica IIRSA Sur, la Planta de Tratamiento de Aguas Residuales Taboada y la Represa Huascacocha.

Las empresas corporativas también son emisores importantes; en total han realizado 42 colocaciones que totalizan S/ 1 056 millones (23 por ciento del total). En este grupo, la mayoría de emisiones fueron realizadas por entidades financieras que residen en Estados Unidos.

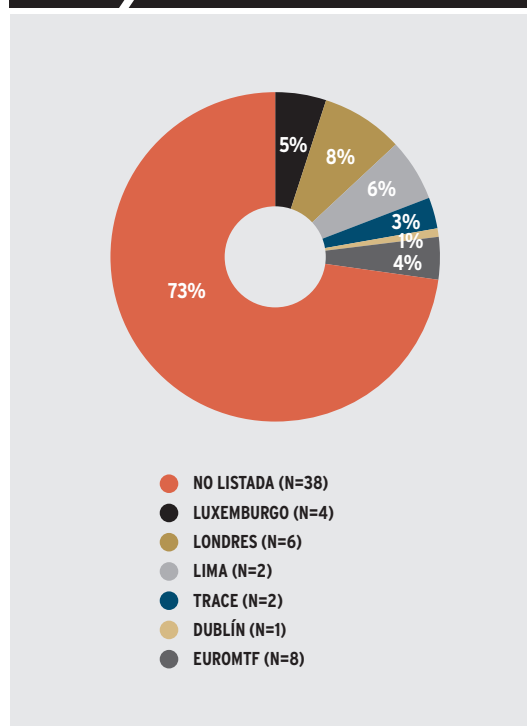
La medida de riesgo relevante de estos bonos no refleja necesariamente el riesgo del país donde estos hayan sido emitidos. Lo que debe considerarse es el riesgo de los proyectos a financiar del país al cual van dirigidos los fondos. Así, del total del monto emitido al segundo trimestre, el 63 por ciento del total vigente refleja el riesgo del Perú (Gráfico 3).

Considerando la inscripción de los bonos en los mercados de valores, se deduce que los emisores no residentes de bonos en soles deciden no inscribir los bonos en ninguna bolsa (73 por ciento) y prefieren por el contrario otras plataformas financieras y/o colocaciones privadas. Así, únicamente el 6 por ciento del monto total colocado se encuentra inscrito en la Bolsa de Valores de Lima (Gráfico 4)

Cuando se analizan los plazos de maduración de los títulos, en el Cuadro 2, se observa que el plazo promedio de las colocaciones asciende a 17 años; siendo las agencias gubernamentales los emisores con plazos más altos (23 años).

Finalmente, cuando se compara la tasa cupón⁹ por tipo de emisor, de acuerdo al Cuadro 3, el promedio asciende a 6,6 por ciento anual. Los emisores del sector corporativo destacan por presentar los mayores costos de endeudamiento, en línea con el mayor riesgo asociado respecto a los valores emitidos por las agencias gubernamentales.

GRÁFICO 4 ■ Emisiones vigentes por bolsa de emisión



FUENTE: BLOOMBERG.

COMPARACIÓN INTERNACIONAL

El fenómeno explicado en el artículo no es exclusivo al Perú, sino que ha ocurrido en el pasado en otros países latinoamericanos. En el Cuadro 4 se describe la evolución reciente de valores emitidos en las monedas locales de Brasil (real brasileño, BRL), Chile (peso chileno, CLP), Colombia (peso

CUADRO 1 ■ Emisiones vigentes por país de residencia de emisor

Tipo	País de residencia del emisor	Monto (S/ millones)	Número de títulos
Agencia	Suecia	94	2
APP	Islas Caimán	2 827	13
Corporativo	Estados Unidos	717	28
Corporativo	Islas Caimán	102	5
Corporativo	Chile	75	1
Corporativo	Reino Unido	65	4
Corporativo	España	55	1
Corporativo	Jersey	16	1
Corporativo	Guernsey	15	1
Corporativo	Panamá	12	1
Supranacional	Venezuela	248	1
Supranacional	Honduras	155	1
Supranacional	Estados Unidos	147	2
Total		4 526	61

FUENTE: BLOOMBERG.

CUADRO 2 ■ Duración promedio

Tipo	Duración promedio	Títulos
APP	18	13
Agencia	23	2
Corporativo	17	42
Supranacional	10	4

FUENTE: BLOOMBERG.

CUADRO 3 ■ Tasa cupón promedio^{1/}

Tipo	Duración promedio	Títulos
APP	5.7	10
Agencia	6.1	2
Corporativo	6.9	34
Supranacional	6.0	3
Total	6.6	49

^{1/} EL PROMEDIO SE HA CALCULADO EXCLUYENDO A LOS BONOS DE CUPÓN CERO.
FUENTE: BLOOMBERG.

⁹ El promedio se ha calculado excluyendo a los bonos de cupón cero.

colombiano, COP), México (peso mexicano, MXN) y Perú (sol, PEN).

Entre los títulos considerados, el primero que tuvo una emisión por parte de un no residente fuera de su jurisdicción fue el peso mexicano en el año 1991; mientras que en Perú la primera colocación se realizó en el año 1995.

El plazo máximo de vencimiento entre los bonos es un indicador de la confianza en los mercados de cada país, ya que quienes adquieren estos títulos esperan recibir pagos de cupones y de principal en una moneda en la que confían que no pierda valor a lo largo del tiempo. Por ejemplo, los títulos denominados en reales brasileños muestran el vencimiento más lejano (2050). Es muy probable que esto refleje la confianza que los inversionistas han tenido en la economía brasileña. Las emisiones en soles se encuentran en un rango intermedio a nivel de la región, con una fecha máxima de vencimiento similar a las del peso chileno y peso mexicano.

En cuanto al número de emisiones, las denominadas en soles son menores en cantidad a las realizadas en reales brasileños, pesos mexicanos y pesos colombianos. Este orden se repite cuando se consideran los montos totales emitidos, tanto históricos como vigentes. Es por eso que, entre otras cosas, se puede decir que los mercados financieros internacionales aún prefieren invertir en otros instrumentos denominados en otras monedas de la región a pesar del reconocido progreso de la economía peruana.

Por el lado del costo de emisión, se considera una vez más el promedio de las tasas de los cupones de las emisiones de deuda¹⁰. Los bonos denominados en pesos colombianos presentan la tasa promedio más alta (21,5 por ciento); los bonos en pesos chilenos, la tasa media más baja (4,6 por ciento).

CONCLUSIONES

En el presente artículo se analiza y describe las emisiones de bonos en soles colocados por

“ El plazo máximo de vencimiento entre los bonos es un indicador de la confianza en los mercados de cada país ”

emisores no residentes generalmente fuera del país. A finales del segundo trimestre de 2017, los bonos vigentes representan un valor nominal de S/ 4 526 millones. Sin embargo, este fenómeno no se ha dado solo con el sol peruano, sino que ha ocurrido en mayor o en menor medida con las monedas de nuestros pares regionales.

Entre los motivos que explicarían la emisión de títulos de deuda denominados en soles por parte de no residentes, se encontrarían la cobertura de exposiciones en soles para financiar principalmente proyectos de infraestructura con APP, las expectativas respecto a la evolución futura de la economía peruana y de su moneda, los costos de la deuda, entre otros. En futuras investigaciones, estos y otros hechos se podrían estudiar y discutir cuáles son los posibles beneficios para la economía peruana el contar con una moneda aceptada para la emisión de deuda internacional y hasta qué punto adquiere relevancia como una fuente alternativa de financiamiento de proyectos de inversión.

CUADRO 4 ■ Comparación internacional

Moneda	Primera emisión	Fecha de vencimiento más lejana	Número de emisiones	Total emitido (US\$ millones)	Total vigente (US\$ millones)	Tasa cupón promedio
BRL	1998	2050	2 646	97 286	19 795	8,1
CLP	2000	2041	84	2 591	1 016	4,6
COP	1994	2037	259	6 221	3 078	8,8
MXN	1991	2047	1197	56 525	19 460	5,8
PEN	1995	2044	84	2 662	539	6,8

FUENTE: BLOOMBERG.

¹⁰ El promedio se ha calculado excluyendo a los bonos de cupón cero.