

## INFORME

# ANÁLISIS DE LA COLOCACIÓN DE BONOS SOBERANOS E INTERCAMBIO DE DEUDA<sup>1</sup>

### Resumen Ejecutivo

El Perú vuelve al mercado de capitales externo, después de más de 70 años, realizando primero una colocación de Bonos Globales por US\$ 500 millones y luego un canje de bonos Brady por US\$ 930 millones, dichas operaciones suman un total de US\$ 1 430 millones de bonos colocados en el exterior. Ambas operaciones se efectuaron al amparo de lo dispuesto en el artículo 16° de la Ley N° 27575, Ley de Endeudamiento del Sector Público para el Año Fiscal 2002 y el Decreto de Urgencia N° 112-2001; normas legales que autorizan al Gobierno Central a endeudarse por un monto máximo equivalente a US\$ 2 000 millones, de los cuales US\$ 1 500 millones se destinan a financiar la Balanza de Pagos, y facultan al Ministerio de Economía a contratar los servicios de asesoría financiera necesarios para efectuar operaciones de cobertura de riesgo, emisión de obligaciones, swap (intercambio) de deuda, administración de pasivos, entre otras.

Por otra parte, en el mercado interno el Estado viene colocando activos de renta fija al amparo del artículo 17° de la Ley N° 27575 - Ley de Endeudamiento del Sector Público para el Año Fiscal 2002 y el D.S. N° 007-2002-EF que autoriza la emisión de bonos soberanos hasta por la suma de S/. 1 800 millones.

#### I. Emisión de Bonos Globales

La incursión en el mercado financiero internacional se realizó, básicamente, por cuatro motivos: i) necesidad de emisión de bonos globales por US\$ 500 millones como fuente de financiamiento, ii) intercambio entre los bonos Brady y Globales, iii) diversificar las fuentes de financiamiento del Sector Público y iv) oportunidad de la emisión.

Como primer punto, esta operación se realizó con el propósito de cubrir requerimientos de financiamiento del Sector Público No Financiero en el año 2002 estimados en US\$ 500 millones, luego de descontar los recursos provenientes de fuentes tradicionales, tal como puede verse a continuación:

Usos	Millones de US\$	Fuentes	Millones de US\$
Déficit fiscal	1 106	Deuda multilateral y bilateral	850
Amortización de la deuda	1 010	Bonos en el mercado interno	416
		Otros (50% de privatizaciones)	350
<b>Total de Usos</b>	<b>2 116</b>	<b>Total</b>	<b>1 616</b>
		Necesidad de financiamiento en el mercado externo	500
		<b>Total Fuente</b>	<b>2 116</b>

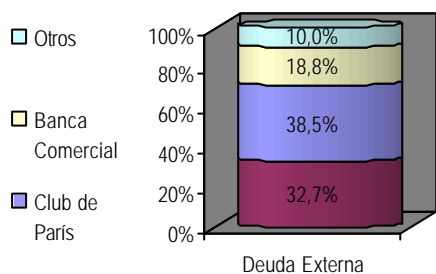
Fuente: MEF-DGCP

<sup>1</sup> El presente documento ha sido elaborado por la Dirección Macro Financiera de la Dirección General de Asuntos Económicos y Sociales. Las opiniones expresadas por los autores no necesariamente reflejan la posición del Ministerio de Economía y Finanzas.

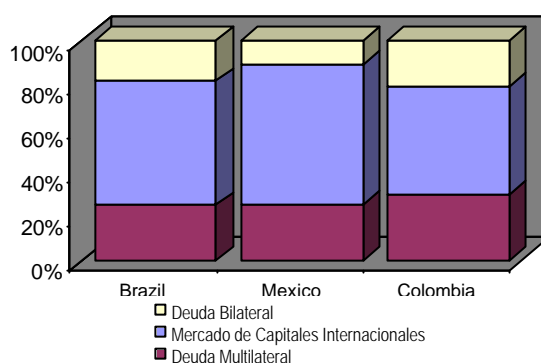
Frente a esa necesidad de financiamiento, el Ministerio de Economía y Finanzas, en el marco de lo establecido en la Ley N° 27575, publicó el Decreto Supremo N° 021-2 002-EF, mediante el cual se autoriza la Emisión Internacional de Bonos Soberanos y se establece las características generales de la emisión.

Como segundo punto, la operación de intercambio entre los Bonos Brady y Globales tiene como propósitos: reperfilarse el servicio de la deuda, mediante una reducción en las amortizaciones en los próximos diez años; extender el plazo promedio de la deuda y crear un benchmark para medir el riesgo país.

En tercer lugar, mediante esta operación se logra diversificar las fuentes de financiamiento del Sector Público. Así, al analizar la estructura del financiamiento del Sector Público, se observa que el Estado se financia con fuentes externas en más del 83%, de los cuales un 70% se concentra en fuentes como el Club de París y Organismos Internacionales. De este modo, tal como puede observarse en el gráfico adjunto, el Estado se financia a través de préstamos de entidades Multilaterales y Bilaterales (salvo los Bonos Brady resultantes de la reestructuración de la deuda externa con la Banca Comercial por US\$ 3 727 millones). Esto contrasta con la experiencia de países como Brasil, Colombia y México cuya participación en los mercados internacionales de capitales es significativa dentro de un esquema de financiamiento.



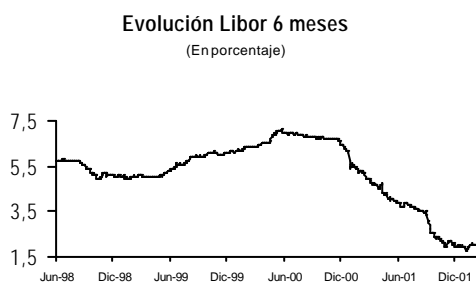
Fuente: MEF-DGCP



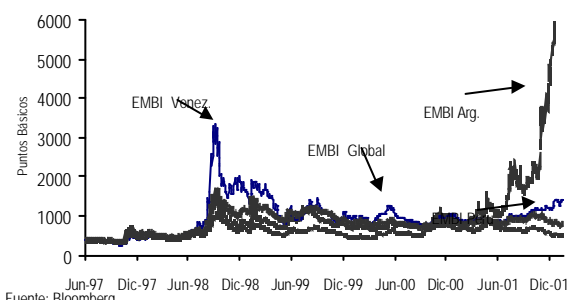
Fuente: EMTA

Por otro lado, las posibilidades de financiamiento a través del mercado Interno tienen limitaciones, pues éste es poco líquido: una emisión de Bonos Soberanos por US\$ 500 millones no hubiera sido absorbida en su totalidad y, además, está en curso un programa de emisión de deuda interna por S/. 1 800 millones, de los cuales se han colocado S/. 400 millones en lo que va del año. Adicionalmente, existen dificultades en lo que respecta a los plazos de colocación en el mercado actual de deuda peruana: las emisiones colocadas no superan los cinco años, tanto en soles como en dólares, y agentes institucionales como las AFPs, por ejemplo, tienen restricciones para realizar inversiones por encima de determinados montos.

Por último, esta emisión de Bonos Soberanos se da de manera oportuna, es decir en un contexto financiero mundial propicio para una emisión. Las tasas de interés presentan una tendencia a la baja como consecuencia de la recesión internacional y las condiciones económicas de EEUU, aunque se espera que dicha tendencia cambie a partir del segundo semestre de este año. Por otra parte, los niveles de prima por riesgo país (medido a través del diferencial entre rendimientos de la tasa de los bonos de la FED a 30 años y los Bonos Brady PDI) se encuentran en niveles históricamente bajos. Además, la situación del país en este aspecto ha logrado diferenciarse claramente en el mercado Latinoamericano, constituyendo una plaza con buen nivel de calificación y recomendada para los inversionistas foráneos.



Fuente: Bloomberg



Fuente: Bloomberg

## II. Resultados del Proceso

### Colocación de Bonos Globales por US\$ 500 millones.

Los Bonos Globales - denominados Perú Global 12 - fueron colocados por un total de US\$ 500 millones, con un rendimiento al vencimiento de 9,481%, un cupón de 9,125 % y un plazo de 10 años.

Entre otras ventajas, con esta operación el Estado consigue financiarse en un mercado altamente líquido y le permite obtener recursos para cubrir sus gastos y/o amortizar su deuda. Asimismo, dadas las condiciones del Bono Global<sup>2</sup>, el país obtiene financiamiento a largo plazo sin la obligación de realizar amortizaciones durante la vida del bono, como sucede en el caso de los Bonos Brady.

Emisión de Bonos Soberanos de Países Emergentes en el año 2002							
Pais	Clasificación	Monto en Mill. US\$	Fecha Colocación	de Plazos (Años)	Tasa (Cupón)	Rend. Vencimiento	Al Spread (%)
Brasil	B1	1 250	07Ene.02	10	11	12,6	7,54
México	BB+	1 500	07Ene.02	10	7,5	7,76	2,7
Filipinas	BB+	750	09Ene.02	15	9,375	9,41	4,38
Panamá	BB+	180	14Ene.02	10,5	9,375	9,38	4,5
<b>Perú</b>	<b>BB-</b>	<b>1 430</b>	<b>07Feb.02</b>	<b>10</b>	<b>9,125</b>	<b>9,481</b>	<b>4,56</b>

(\*) Con respecto a los Bonos del Tesoro Americano de similar plazo

Fuente: Bloomberg.

También, se logra crear un benchmark (tasa comparable de riesgo peruano) importante para llevar adelante la emisión de Bonos Globales, pues si bien existen los bonos Brady como referencia, son activos complejos (tienen amortizaciones y colaterales del tesoro americano para el principal y garantías rotativas para los intereses) y de poca liquidez, lo cual da como resultado un rendimiento (léase como costos de financiamiento) mayor al del nuevo bono global, que es el que debería utilizarse para calcular una prima por riesgo país menor.

Por último, la emisión de bonos globales dará opción a que las empresas peruanas puedan financiarse a plazos más amplios y a tasas menores en futuras emisiones de deuda del sector privado.

### Intercambio Bonos Brady - Bono Global

El proceso estuvo seguido por un intercambio de Deuda Brady con vencimiento entre 2017 y 2027 por Bonos Globales que vencen en el 21 de febrero del año 2012. Los detalles del intercambio se muestran en el cuadro siguiente:

<sup>2</sup> El tipo de Bono Global es de tipo Bullet pues no permite que se redima sino hasta el vencimiento y el pago del principal se lleva a cabo al final del plazo del activo.

## Resultado del Intercambio

Tipo de Bono Brady	Bonos Calificados (USD Mill.)	Precio de Intercambio (Por US\$ 100 del Principal)	Monto Aproximado de Bonos Globales a ser emitidos en intercambio por Brady (USD Mill.)	Stock de Bonos Brady después del intercambio (US\$ Mill.)
PDI	1 678,4	79,5	472,0	1 098,4
FLIRB	1 624,5	74,0	358,0	1 149,5
PAR	181,1	53,8	62,0	71,1
DISCOUNT	243,0	83,0	38,0	198,0
<b>Total</b>	<b>3 727,0</b>		<b>930,0</b>	<b>2 517,0</b>

Fuente: MEF-DGCP

Uno de los objetivos del intercambio fue reducir el stock de deuda externa. De acuerdo al cuadro anterior, el stock de deuda Brady se redujo en US\$ 1 210 mill., monto que incluye US\$ 50 mill. por la liberación de colaterales. Al respecto cabe resaltar que el Estado se endeudó a inicios del año 1997 en alrededor de US\$ 180 millones para garantizar la deuda Brady, tanto el principal como los intereses.

Por otra parte, este intercambio permitirá al Estado mejorar el perfil de su deuda, pues se cambia Bonos Brady que tienen amortizaciones a lo largo de los siguientes años por un Bono Global tipo bullet que sólo se amortiza al final de su período de vida.

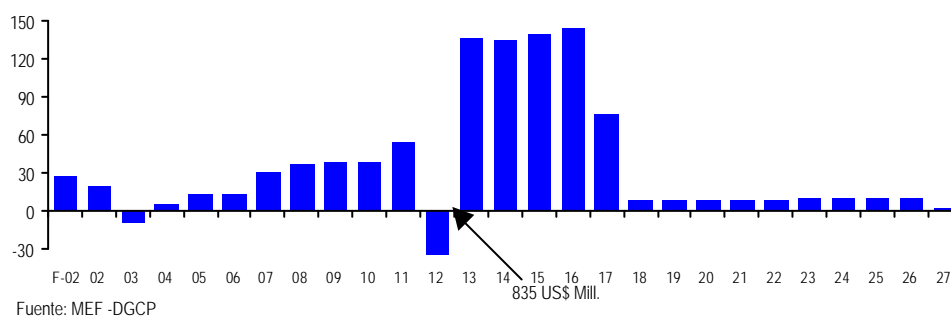
Si se actualizan los flujos de ahorros proyectados por la mejora en el servicio de la deuda Brady (incluida la liberación de colaterales de los Bonos PDI) descontándolos a una tasa de mercado; el Estado obtendría un ahorro total, en términos de valor presente neto (VPN), de US\$ 23,1 millones.

## Ahorro en VPN por clase de Brady

	% del total	Mill. de US\$
PDI	32	7,5
FLIRB	46	10,5
PAR	11	2,6
DISCOUNT	11	2,5
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>23,1</b>

Fuente: MEF-DGCP

Cabe resaltar asimismo que dicho resultado no toma en cuenta el costo en que ha incurrido el estado para llevar dichas transacciones los cuales en total bordean los US\$ 9.5 millones.

Ahorro Netos de Servicio de la Deuda  
(En millones de US\$)

Fuente: MEF - DGCP

### Consolidación de las dos operaciones

La colocación de US\$ 500 millones en Bonos Globales junto con los ahorros obtenidos en el canje de US\$ 1 210 millones de Bonos Brady por US\$ 930 millones de Bonos Globales más la liberación del colateral de US\$50 millones, el endeudamiento neto resulta sólo de US\$ 170 millones, monto que representa un incremento de 0.32 puntos porcentuales del PBI.

<b>Recomposición de la Deuda Pública después de la Emisión de los Bonos Soberanos</b>		
<b>(En Millones de US\$)</b>		
	<b>Antes de Bonos Globales</b>	<b>Después de Bonos Globales</b>
Club de Paris	7 688	7 688
Multilaterales	6 536	6 486
Otros	1 016	1 016
Bonos Brady	3 727	2 517
Bonos Globales	0	1 430
<b>Total</b>	<b>18 967</b>	<b>19 317</b>

Fuente: MEF-DGCP

Por último, en lo que respecta a medidas de riesgo como la duración modificada que calcula la variación del precio del bono ante movimientos de la tasa de riesgo país vemos que dicha medida muestra que los Bonos Globales son más largos en términos de duración modificada.

<b>Medidas de Riesgo</b>			
<b>Tipo de Bono Brady</b>	<b>Duración Modificada</b>	<b>Vida Media</b>	<b>Spread</b>
PDI	5,7	8,6	482
FLIRB	7,1	11,2	489
PAR	4,1	25,1	516
DISCOUNT	5,2	25,1	563
Canasta de Bonos	6,1	12,0	
Bonos Globales	6,4	10,0	455

Fuente: MEF-DGCP

### III. Emisión de Bonos Soberanos en el Mercado Interno

Desde el año pasado, el Estado ha venido obteniendo recursos mediante la colocación de bonos soberanos en soles en el mercado interno, con el fin de promover el mercado de capitales. Los dos programas lanzados en el año 2001: el primero por S/. 500 millones y el segundo por S/. 700 millones, sin embargo solo fueron colocados un total de S/. 1050 millones.

Para el presente año, de conformidad con lo previsto en el artículo 17° de la Ley N° 27575 - Ley de Endeudamiento del Sector Público para el Año Fiscal 2002, se ha autorizado la emisión de bonos soberanos hasta por la suma de S/. 1800 millones.

Así, entre el 17 de enero y el 26 de febrero del presente año, se han colocado cuatro tramos del citado programa de emisión de bonos por una suma total de S/. 400 millones, entre las series A y B. El plazo promedio de colocación bordea los 2,65 años, el cupón promedio asciende a 7,43% y el rendimiento promedio al vencimiento es de 7,07%.

Cabe señalar que la evolución del costo de fondeo vía estos bonos ha seguido una tendencia decreciente desde el lanzamiento del primer programa el año pasado. La tasa de rendimiento de los bonos soberanos serie A a 2 años de plazo cayó desde 12,29% a 5,98%, la de la serie B o 3 años plazo lo hizo de 12,9% a 7,24%.

Por último, el lanzamiento de bonos soberanos en el mercado interno incide favorablemente en la progresiva formación de una curva de rendimiento tal que sirva de benchmark para futuras emisiones del sector privado, así como en la dinamización del mercado de capitales.

#### **IV. Conclusiones**

La colocación de Bonos Globales, luego de 70 años ha sido exitosa. El Estado ha logrado colocar un total de US\$ 1 430 millones en bonos soberanos: US\$ 500 millones colocados para financiar proyectos de infraestructura y sociales, y US\$ 930 millones como canje de deuda Brady.

Los resultados de ambas operaciones posibilitan al Perú reperfilarse favorablemente el servicio de su deuda Brady en los próximos años, mientras incrementa su deuda externa sólo en US\$ 170 millones en términos netos.

Al emitir deuda soberana en el mercado internacional de capitales, el gobierno ha creado un bono líquido que servirá de "benchmark" para medir el riesgo país. Ello beneficiará a las inversiones futuras en el Perú con una tasa de descuento menor, así como a los emisores corporativos nacionales que tendrán una tasa de financiamiento a 10 años mas baja.

Desde el año pasado, en lo que respecta al mercado interno, la coyuntura favorable de elevados niveles de liquidez en posesión de bancos e inversionistas institucionales y caída en las tasas de interés ha hecho posible que el Estado coloque bonos soberanos de manera ventajosa. Esto último ha servido para dinamizar el mercado de capitales doméstico y coadyuvar a la formación de una curva de rendimiento que sirva de benchmark para futuras emisiones del sector privado.