



Fundamentos de la segunda colocación de bonos en el mercado internacional

Carlos Fernández Valdovinos, presidente del Banco Central del Paraguay

Setiembre de 2014

La noticia financiera más destacada en lo que va del año fue sin duda la reciente colocación de bonos por un valor de USD 1.000 millones, a una tasa de 6,1% y un plazo de nada menos que 30 años. Esto constituye un hecho inédito en la historia paraguaya; nunca antes inversionistas extranjeros habían dado una señal tan clara y tangible de confianza a nuestro país, al punto de invertir sus capitales en un instrumento de tan larga maduración y a bajo costo.

Esta confianza no fue fortuita. Se construyó progresivamente a lo largo de los últimos 10 años sobre la base de un crecimiento sostenido y una estabilidad macroeconómica envidiable. Los inversionistas, luego de analizar y evaluar con el máximo escrutinio las estadísticas nacionales y los informes de organismos internacionales y empresas calificadoras de riesgo, consideraron al Paraguay un país ordenado y con muy buenas perspectivas económicas.

La decisión de salir a los mercados internacionales se llevó adelante teniendo en cuenta la **necesidad** de proveer al país de la infraestructura necesaria con el objeto de elevar los niveles de productividad y acelerar así su ritmo de crecimiento. Asimismo luego de estudiar las condiciones financieras internas y externas, se concluyó que era el momento **oportuno** para emitir deuda soberana a pesar del contexto global y regional complejo. Por otra parte, se analizó que la operación era **sostenible** ya que el nivel de endeudamiento sería adecuado y prudente aún después de la colocación de estos bonos. Por último, si bien las condiciones financieras eran favorables para que la operación fuese un logro, lo más importante es la **responsabilidad** del gobierno por el uso claro y transparente de estos fondos. Así, la reciente decisión de emitir deuda soberana se encontró fundamentada en cuatro premisas: necesidad, oportunidad, sostenibilidad y responsabilidad.

¿Por qué era necesaria una emisión de este tipo?

En los últimos 10 años, el sector público se enfocó exclusivamente en mantener un entorno macroeconómico estable, pero no impulsó acciones para dotar al sector privado de infraestructura básica para que el mismo pueda desarrollar eficientemente sus actividades. En comparación a otros países de la región, Paraguay se ubica en los peores puestos en cuanto a inversión pública en infraestructura vial, portuaria y aeroportuaria.



En solo cinco años el Producto Interno Bruto (PIB) se ha casi duplicado, pasando a representar cerca de USD 18.000, millones en 2008 a USD 30.000 millones en 2013. Hoy tenemos “otro país” y esto conlleva crecientes necesidades en términos de infraestructura por lo que el estado “kaigue” (pasivo, traducción del guaraní), que registra una inversión física menor a los USD 200 millones por año debe quedar atrás. Además, los planes de inversión pública deben ser más ambiciosos y contemplar una mayor diversificación de las fuentes de financiamiento como préstamos de multilaterales, emisiones de bonos en el mercado local e internacional, Alianzas Público-Privada (APPs), *Joint-venture* (empresa conjunta, traducción del inglés) con el sector privado, impuestos, es decir “no se deben colocar todos los huevos en la misma canasta”.

Éste es el momento oportuno para que Paraguay deje de compadecerse de sus problemas y empiece a solucionarlos, antes de que la carencia de inversión física se convierta en un obstáculo insalvable para nuestro desarrollo. Las obras públicas que serán construidas mediante el dinero obtenido en esta colocación impulsarán el crecimiento económico y mejorarán el bienestar social al demandar los servicios de miles de trabajadores y empresas privadas. Asimismo las vías de comunicación permitirán al sector privado seguir generando producción a través de todo el territorio nacional, y mantener el ritmo actual de crecimiento de las exportaciones. Esto producirá un “efecto derrame” positivo en todos los sectores de la economía.

Si miramos desde la óptica de las empresas del sector privado, esta emisión de bonos era **necesaria** para colocar al país en la vidriera internacional y atraer inversionistas que están buscando colocar sus recursos y hacer negocios en economías emergentes. En ese sentido, los bonos también son un puente para atraer otro tipo de inversiones: aquellas que instalan una fábrica, generan empleo y renta, y que al mismo tiempo ayuda a reducir los niveles de pobreza.

Por otra parte, las colocaciones de bonos soberanos asimismo permiten establecer una referencia para las emisiones de deuda de empresas paraguayas que quieran emitir deuda en los mercados internacionales, haciendo que éstas obtengan financiamiento en condiciones más ventajosas y a más largo plazo. Si con la primera emisión de bonos -enero de 2013- se colocó la bandera paraguaya en los mercados internacionales, tras la exitosa colocación de agosto de 2014, la bandera nacional flamea aún más alto, gracias a la segunda colocación hoy somos un país conocido a nivel mundial, que juega en las grandes ligas financieras.

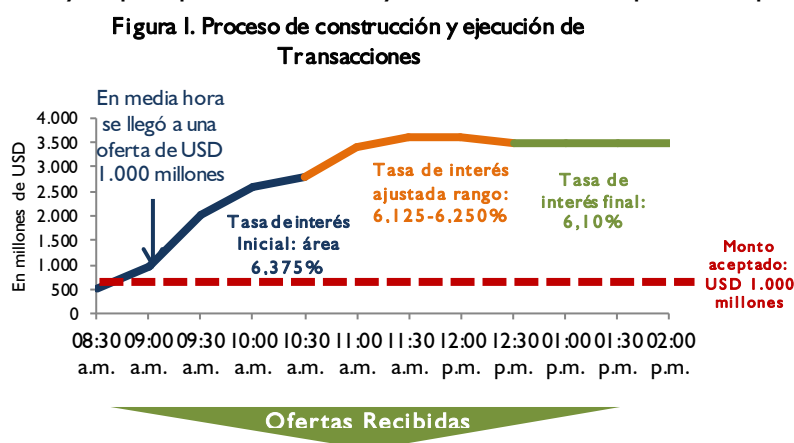
¿Era el momento oportuno para emitir deuda soberana?



La consolidación de la estabilidad macroeconómica durante la última década y las recientes mejoras institucionales con la aprobación de la Ley de Responsabilidad Fiscal (LRF) y la de Alianza Público-Privada permitieron a nuestro país una mejora importante en su calificación crediticia. De esta manera Paraguay consolidó su posición como un país económicamente estable y financieramente sostenible, lo cual resulta atractivo para el inversor. Lógicamente, la meta es seguir escalando, impulsando nuevas mejoras para ubicarse entre los mejores de la región en términos de calificación de riesgo soberano.

En el contexto externo, la normalización de las condiciones monetarias en los EE.UU. desató inicialmente una fuerte volatilidad en los mercados financieros, principalmente en los emergentes. Esto se vio reflejado en un fuerte incremento en las tasas de interés y en las primas por riesgo que debían pagar estos países. Las condiciones se revirtieron parcialmente a inicios del 2014. Así, los rendimientos por instrumentos a 30 años del tesoro americano (referencia del mercado para toda colocación de bonos soberanos) se redujeron de un pico de 3.9% a sólo 2.6% al momento de la colocación de Paraguay. Igualmente, el mercado mostraba un apetito creciente por instrumentos de países emergentes a largo plazo, reflejada en las colocaciones que realizaron Brasil y la República Dominicana.

De esta manera, las condiciones internas y externas indicaban que era el momento adecuado para realizar una emisión internacional de bonos soberanos, por lo que el país debía y supo aprovechar la coyuntura favorable que se le presentaba. Como resultado, a



✓ 176 ofertas de inversores de USA, Europa, Latinoamérica y Asia fueron re

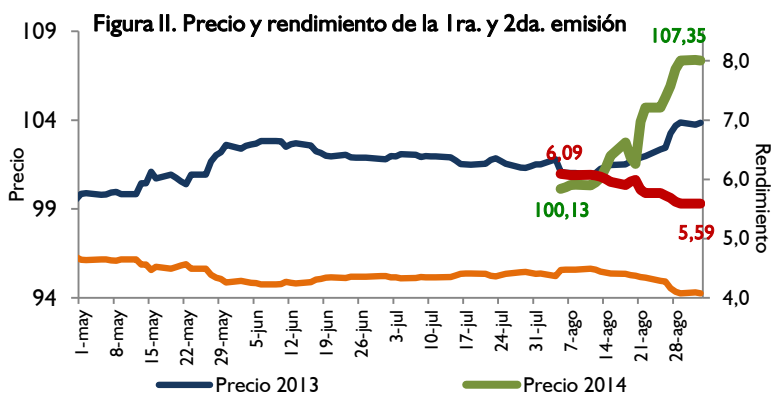
Fuente: Ministerio de Hacienda.

media hora de la apertura de la operación ya se alcanzó una demanda del mercado de USD 1.000 millones y, al cierre de la misma, la demanda era 4,9 veces mayor a la oferta inicial (USD 750 millones) y 3,6 veces mayor al monto colocado de USD 1.000 millones (ver Figura I).

Esto permitió extender el plazo (de 10 a 30 años) y reducir los costos (la tasa inicial de los bonos era del 6,375%).



La oportunidad de la operación se vio reflejada en el éxito de la misma (ver Figura II). La tasa de interés pagada fue inferior al promedio de emisiones a 30 años de países con el mismo rating de crédito BB (6,29%), y también menor a la de países de la región que



Fuente: Bloomberg

colocaron bonos de similar maduración como República Dominicana (7,45%) y Costa Rica (7%) - este último posee calificación de grado de inversión. Más aún, cuando se normalicen las condiciones monetarias de la economía norteamericana el

rendimiento de sus bonos a 30 años se ubicarían en torno al 5% (promedio registrado entre 2003 y 2009). En ese momento nuestros instrumentos estarían pagando solamente 110 puntos básicos por encima del bono más seguro del mercado internacional. La tasa de interés conseguida fue un buen negocio, no sólo para el presente sino también lo será en el futuro.

En cuanto al plazo de la emisión, la confianza del mercado ha permitido que el mismo se extienda de 10 a 30 años. Durante los últimos 20 años, no existe ningún otro país que haya logrado en tal lapso de tiempo (i.e. emitir a 30 años tan solo un año luego de haber emitido su primer bono a 10 años); generalmente se requiere un largo periodo antes de lograr extender significativamente los plazos de maduración. Finalmente, debe resaltarse que se logró un ahorro sustancial en los costos operativos, por la buena negociación realizada con los bancos de inversión que asesoraron al país, emitiendo el doble del monto se obtuvo costos 43% menores a los de la primera emisión.

¿Sigue siendo sostenible la deuda?

En primer lugar es importante mencionar que **la emisión no compromete a las finanzas públicas** teniendo en cuenta que con esta operación el endeudamiento externo aumenta del 9% al 12% del PIB, por lo que el nivel de endeudamiento es adecuado y prudente aún después de la emisión de estos bonos. Este indicador se encuentra muy por debajo del 60%, que es el nivel de endeudamiento que el Fondo Monetario Internacional (FMI) considera manejable para las economías emergentes. Los sucesivos superávits fiscales



permitieron reducir el nivel de endeudamiento externo del fisco de un monto equivalente al 38% en 2003 hasta menos del 10% a fines del 2013.

Segundo, el Ministerio de Hacienda realizó numerosos ejercicios de sostenibilidad de deuda. Dentro del análisis, se tuvo en cuenta el nivel de endeudamiento actual, el peso del servicio de la deuda, el tamaño de la economía en 30 años y el valor real de la deuda al momento del repago. En ninguno de los escenarios previstos se pone en riesgo el servicio de la deuda (inclusive aquel donde hasta el 2024 existe un endeudamiento adicional por USD 7.500 millones para hacer frente al programa de inversiones). Al final del periodo, el capital y los intereses representarían en el escenario extremo solo 1,4% del PIB y menos del 11% de los ingresos tributarios.

En tercer lugar, para comparar correctamente el capital obtenido mediante los bonos (USD 1.000 millones) con nuestra economía debemos utilizar el PIB del año 2044 (momento del repago del capital) y no el actual. Así, en el momento del repago (que se realiza de una sola vez) la economía paraguaya sería cuatro veces mayor a su tamaño actual. Esto considerando un PIB que crece en promedio a su ritmo potencial (4,5%) y manteniendo las buenas políticas adoptadas durante la última década. Así, el PIB en 30 años sería de USD 123.000 millones y el monto emitido representa apenas 0,8% del PIB y no 3,3% del PIB actual.

Finalmente, en cuanto al valor real de la deuda al momento del repago del capital, hay que considerar el efecto que acarrea la inflación sobre el monto adeudado en 30 años. Luego de ajustar el monto nominal de la deuda contraída por los efectos de la inflación esperada en Estados Unidos (alrededor del 2,5% por año), el valor real de la deuda se reduciría en más del 50%. Por tanto, la deuda derivada de la emisión de estos bonos no representa una carga pesada para el fisco y existe suficiente capacidad para el repago en tiempo y forma.

¿Cuál es la responsabilidad del gobierno a partir de la obtención de los fondos?

Obtener financiamiento para las inversiones fue un logro, pero igual o más importante es la claridad y transparencia en el uso de responsable de estos recursos. Recientemente se dieron notables avances en cuanto al reporte de la gestión y uso de los fondos públicos. Queda mucho por hacer, pero es errado creer que esto se convierta en un prerrequisito o condicionante para una emisión de bonos, se debe trabajar paralelamente y con el mismo ahínco para mejorar la eficiencia del gasto fiscal y para modernizar nuestra infraestructura.

En el caso de los bonos, el Ministerio de Hacienda tendrá información disponible en su página web de cada uno de los proyectos a ser financiados con los fondos obtenidos y el monto asignado a los mismos (ver Tabla I y Figura III). De esta manera se facilita el



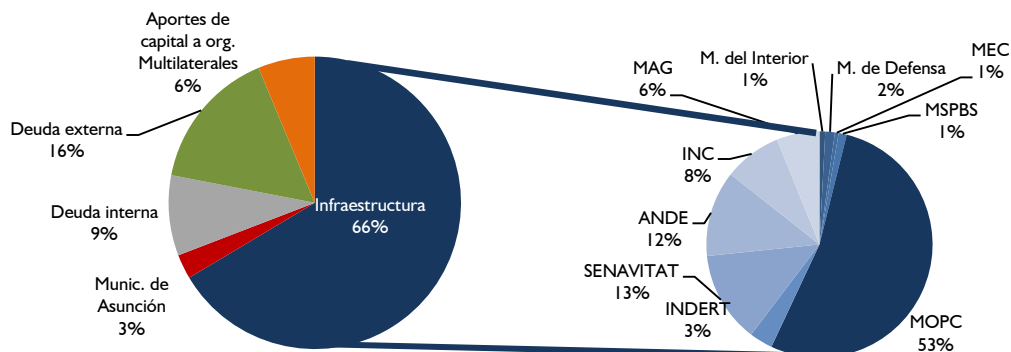
escrutinio público. Debe resaltarse que los proyectos a ser financiados fueron claramente definidos en las diferentes leyes que aprueban emisiones de títulos de deuda pública.

Tabla I. Asignación presupuestaria de los bonos

Financiamiento con Bonos	Total (en millones de USD)
Financiamiento de obras e infraestructura	814,6
Ministerio del Interior	6,7
Ministerio de Defensa	11,1
MEC	4,4
MSPBS	9,4
MOPC	432,7
INDERT	27,2
SENAVITAT	106,2
ANDE	100,0
INC	67,0
MAG	50,0
Municipalidad De Asunción	33,3
Servicio de la deuda (amortización)	301,2
Deuda interna	108,9
Deuda externa	192,3
Aportes de capital a Organismos. Multilaterales	77
Total	1.226

Fuente: Ministerio de Hacienda.

Figura III. Destino de los bonos



Fuente: Ministerio de Hacienda.

Por otro lado, la reciente emisión no implicará un debilitamiento del marco fiscal y monetario. Es decir, los objetivos de control de la inflación y de respeto a las disposiciones de la Ley de Responsabilidad Fiscal no se verán comprometidos. De hecho, el proyecto de



presupuesto recientemente sometido al Congreso respeta estrictamente todos los límites establecidos en la citada Ley de Responsabilidad.

Por último, el Gobierno actual desarrolla acciones para fortalecer la capacidad de ejecución de los proyectos. La falta de gestión ya no es un argumento para impedir este tipo de financiamiento. A finales de este año se ejecutará en obras públicas (y de manera sostenible) más del doble del promedio histórico. Además el Ministerio de Obras Públicas y Comunicaciones contrató una consultora internacional a fin de mejorar aún más su capacidad de gestión en el desarrollo de proyectos.

Un éxito con repercusión mundial

Este logro en el mercado internacional representa un salto histórico que marcará un antes y un después para el Paraguay. Nuestros títulos tuvieron amplia aceptación en diversas partes del mundo y por distintos tipos de instituciones. En general, los medios de prensa de la región reconocieron este hecho como algo extremadamente positivo, especialmente para un país como el nuestro que está empezando a surgir. La portada de un diario de un país vecino titulaba: “Envidiable, Paraguay coloca a 30 años a una tasa de 6%”.

No limitemos el análisis de la conveniencia de una emisión de bonos a la simple matemática financiera, corresponde reconocer todas las externalidades positivas que esto genera. Las puertas de los mercados financieros globales se abrieron para el Paraguay, para que continúen accesibles debemos perseverar en las sólidas políticas macroeconómicas y utilizar los fondos obtenidos de la manera más productiva y transparente posible.

Es tiempo que los paraguayos redescubramos a nuestro país como lo están haciendo los inversionistas internacionales. Debemos continuar aprovechando de manera responsable las oportunidades que se presenten, y seguir construyendo el país que queremos y nos merecemos. Esto fue un golazo de Paraguay y merece ser gritado con fuerza.