



PERÚ

Ministerio de
Economía y Finanzas

Viceministerio de
Hacienda

Dirección General del
Tesoro Público

**“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”**

ESTRATEGIA DE GESTIÓN INTEGRAL DE ACTIVOS Y PASIVOS 2023 - 2026



PERÚ

Ministerio de
Economía y Finanzas

Viceministerio de
Hacienda

Dirección General del
Tesoro Público

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

COMITÉ DE ASUNTOS FISCALES

Presidente:

ALEX ALONSO CONTRERAS MIRANDA
Ministro de Economía y Finanzas

Miembros:

JOSÉ ARMANDO CALDERÓN
VALENZUELA
Viceministro de Hacienda

JOSÉ ARMANDO CALDERÓN
VALENZUELA
Viceministro de Economía (e)

Secretaría Técnica:

BETTY ARMIDA SOTELO BAZÁN
Directora General del Tesoro Público

Equipo Técnico:

Eduardo Olavegoya Hurtado
Pedro Portocarrero Moreno
María Bedoya Palomino
Yoselyn Granda Vizcarra
Carlos Japay Robles
Rodolfo Gálvez Quispe

Iván Samanamud Herrera
Malcolm Stewart Robles
Dante Casto Pantoja
Ronald Paucar Manzanilla
Israel Carmona Vera
Yoni Salazar Cunias

INFORMACIONES

Oficina de Relaciones con Inversionistas

Teléfono: (511) 311-5934

Correo electrónico: inversionistas@mef.gob.pe

Página web: <http://www.mef.gob.pe/inversionistas.php>

Dirección General del Tesoro Público

Teléfono (511) 311-5930 anexo 2802

Jr. Junín 319, piso 8° Lima 1 – Perú

Página web: <https://www.gob.pe/mef>



PERÚ

Ministerio de
Economía y Finanzas

Viceministerio de
Hacienda

Dirección General del
Tesoro Público

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

Mensaje del Ministro de Economía y Finanzas

Durante el 2021, la economía peruana logró una importante recuperación económica, de la mano con la reapertura de las actividades productivas ante una mejor contención de la pandemia del Covid-19 y el avance de la vacunación contra este virus. No obstante, durante la segunda parte de ese año se evidenciaron señales de incertidumbre; por un lado, se empezó a mostrar presión inflacionaria en varios países y progresivamente se perdía claridad, a nivel global, sobre la trayectoria de la recuperación económica.

Estos factores se han agudizado durante el 2022, la inflación pasó de ser una preocupación transitoria a un problema de mediano plazo, la actividad económica se ralentizó a nivel global, arrastrado por factores geopolíticos y se asentó el pesimismo en los mercados financieros a nivel mundial; además, terminó afectando los prospectos de crecimiento peruano. Como respuesta al problema de la inflación, los bancos centrales de países desarrollados y emergentes se embarcaron en agresivas posturas de política monetaria contractivas, lo que generó mayor volatilidad en los mercados financieros y menor liquidez, particularmente en los mercados de deuda. Así, el prolongado periodo de tasas de interés históricamente bajas llegó a su fin y dio pase a un ciclo alcista de tasas que se espera se mantenga en el mediano plazo, de acuerdo con las expectativas del mercado, las posturas de política monetaria y la trayectoria de la inflación, lo que tendrá repercusiones, entre otros, sobre los costos de endeudamiento del país.

Es en este contexto en el que se analiza la que debe ser la estrategia financiera de la República en el mediano plazo, y bajo el cual se ha elaborado la Estrategia de Gestión Integral de Activos y Pasivos para el periodo 2023 – 2026. Una visión comprensiva de la hoja de balance del Sector Público No Financiero peruano permitirá mejorar el uso de los recursos, provenientes de la recaudación de endeudamiento, y la gestión de la deuda, contribuyendo a la política fiscal, que es un pilar fundamental del país.

Así, la Estrategia toma en cuenta los desafíos que se esperan enfrentar dentro de su periodo de vigencia, se analizan las herramientas con las que cuenta el Tesoro Público para atender las necesidades financieras de la República, así como las alternativas para mitigar los riesgos a los que está expuesta su hoja de balance. Asimismo, se plantean retos y acciones estratégicas que orientarán la acción del Tesoro Público para una gestión más eficiente de los fondos públicos y el financiamiento del Presupuesto

ALEX ALONSO CONTRERAS MIRANDA
Ministro de Economía y Finanzas



“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

CONTENIDO

I. MARCO GENERAL DE LA ESTRATEGIA DE GESTIÓN INTEGRAL DE ACTIVOS Y PASIVOS 2023-2026	9
1.1 Contexto financiero global y doméstico	9
1.2 Indicadores fiscales del Perú y países referentes	15
II. ÁMBITO DE APLICACIÓN	17
III. RIESGOS DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DEL SPNF	17
3.1 Activos financieros y riesgos asociados.....	17
3.2 Pasivos financieros y riesgos asociados.....	22
3.3 Posición de la deuda pública neta del SPNF	31
IV. IMPLEMENTACIÓN DE LA ESTRATEGIA DE GESTIÓN INTEGRAL DE ACTIVOS Y PASIVOS (EGIAP)	32
4.1 Marco referencial para la gestión de activos y pasivos	32
4.2 Gestión de los activos y pasivos financieros del SPNF.....	35
4.3 Retos para el periodo de vigencia de la estrategia	46
4.4 Acciones estratégicas.....	48
4.5 Proyecciones 2023-2026	51
ANEXO 1: Cronograma del Programa de Subastas Ordinarias de Títulos del Tesoro 2023	57
ANEXO 2: Avances previos en la implementación de la EGIAP 2022 - 2025	58
ANEXO 3: Deuda bruta del SPNF: Proyección de algunos indicadores	63



“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

RESUMEN EJECUTIVO

El 2021 ha sido un año caracterizado por la fuerte recuperación económica del país, gracias a un mejor control de la pandemia provocada por el Covid-19, lo que permitió la reapertura de las actividades productivas en el Perú. No obstante, desde la segunda mitad de ese año, se presentaron nuevos desafíos a nivel macroeconómico, como la inflación y mayor incertidumbre debido a la desaceleración económica mundial, entre otros.

A partir de 2022, el escenario de incertidumbre se asentó aún más, pues lo que en un principio se consideraba sería una inflación transitoria, pasó a ser una preocupación mundial y que se espera se controle a mediano plazo. Asimismo, las expectativas de crecimiento mundial se vieron afectadas por factores geopolíticos, los problemas en la cadena de suministros global y nuevas medidas restrictivas en China debido al Covid-19.

Es en este contexto que los bancos centrales de países desarrollados y emergentes se embarcaron en políticas monetarias restrictivas, que se tradujeron en un nuevo ciclo alcista de tasas. En este sentido, los mercados financieros se vieron severamente afectados, debido a la mayor incertidumbre y pesimismo sobre la posibilidad de controlar rápidamente la inflación. Tanto los activos de renta variable, como los de renta fija experimentaron fuertes *sell-offs* durante el 2022, incluyendo los papeles de deuda pública peruanos.

Aunque existen señales, aun tempranas, de que la inflación en el Perú podría haber tocado su pico ya, este no es el caso para otros países; así, se espera que el contexto de tasas de interés altas se mantenga en el mediano plazo, lo que tendrá un efecto directo sobre las condiciones a las que se puede endeudar la República.

De hecho, hasta el tercer trimestre de este año, la curva de rendimientos de bonos soberanos peruanos se ha comprimido hacia arriba, incrementándose 250pbs en promedio, con la parte corta y media de la curva subiendo a mayor ritmo, lo que se traduce en mayores costos de endeudamiento para el país. La historia es similar para los bonos globales peruanos; por ejemplo, la curva en dólares se ha incrementado 291pbs, en promedio.

Pero este no es un fenómeno aislado, la curva del Tesoro de Estados Unidos se ha incrementado, en promedio, 289pbs hasta el tercer trimestre del año. Asimismo, los principales países de la región también han experimentado incrementos significativos en los rendimientos de sus instrumentos de deuda, tanto en moneda local, como en dólares. En este sentido, estamos ante un nuevo contexto financiero, en el que las tasas de interés elevadas serán prevalentes.

El crecimiento económico mundial también muestra mayor incertidumbre, ya que las expectativas para el año 2023 se han revisado a la baja; el Fondo Monetario Internacional (FMI) proyecta un crecimiento global de 2,7%, frente al 2,9% estimado en julio de este año y al 3,6% de las proyecciones de abril. Para América Latina, se espera que la actividad económica crezca solo 1,7%, menor al 2,0% proyectado hace unos meses.



**“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”**

Es en este contexto en el que se elabora la Estrategia de Gestión Integral de Activos y Pasivos para el periodo 2023 – 2026 (EGIAP), con el objetivo de orientar la gestión de los activos y pasivos financieros del Sector Público No Financiero (SPNF), a través de lineamientos que son el marco de referencia que deben seguir las entidades conformantes del SPNF, y los retos y acciones que se validan y actualizan, de ser necesario.

La EGIAP presenta la posición de los activos y pasivos financieros del SPNF desde el 2018 hasta el 31 de agosto del 2022, analizando los principales factores que han afectado su evolución reciente. En el caso de los activos, después de una reducción significativa en el 2020 a causa del uso intensivo de los ahorros públicos para financiar las medidas de contención de la pandemia y reactivación económica frente al Covid-19, se han recuperado de manera significativa en el 2021 y en lo que va del año, impulsado por la recaudación de impuestos y la recuperación del precio de los *commodities*. Así, los activos financieros del SPNF alcanzaron S/ 141 396 millones en agosto.

Con respecto a los pasivos financieros del SPNF, alcanzaron S/ 302 335 millones a agosto de 2022, representando un incremento anual del 13,9% en los últimos cinco años. No obstante, se debe destacar que una parte significativa de este incremento se produjo durante la pandemia provocada por el Covid-19, contexto en el que se necesitaban mayores recursos financieros para atender la emergencia sanitaria y el *shock* económico y financiero que provocó en el país.

Como parte del análisis integrado de los activos y pasivos financieros, se estimó que la deuda neta asciende a S/ 160 939 millones a agosto del 2022, disminuyendo desde S/ 175 135 millones, nivel registrado a finales de 2021. Además, en la EGIAP se analizan los principales riesgos que afrontan los activos y pasivos financieros, como el cambiario, de tasas de interés y de liquidez.

Asimismo, en la EGIAP se plantean los lineamientos para guiar la gestión de las finanzas públicas de las entidades del SPNF, que se presentan a continuación:

- a. Fortalecer el mercado de valores de deuda pública en soles con un perfil adecuado de vencimientos.
- b. Articular la ejecución del financiamiento del Presupuesto Público a la planificación financiera.
- c. Promover la eficiencia en el uso de los Fondos Públicos por medio de la fungibilidad y la prelación en el uso de las fuentes de financiamiento.
- d. Mantener reservas de liquidez, líneas de crédito contingentes o explorar otros instrumentos financieros que permitan enfrentar situaciones de inestabilidad financiera.
- e. Rentabilizar los Fondos Públicos y reducir el costo de su liquidez.
- f. Evaluar alternativas para mitigar los riesgos fiscales identificados y su efecto sobre las finanzas públicas.
- g. Fortalecer la sistematización de la pagaduría en el Sector Público y la generación de información financiera oportuna, confiable, segura y completa.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

La EGIAP incluye, además, el análisis cuantitativo sobre la gestión de la deuda durante el periodo de vigencia, mediante una evaluación de escenarios, alineados con los supuestos determinados en el Marco Macroeconómico Multianual 2023-2026 e incorpora operaciones de administración de deuda (OAD), con el objetivo de fortalecer el perfil de la deuda pública y reducir su exposición a los riesgos financieros. Los resultados de este análisis se presentan a continuación:

Proyecciones de indicadores de la deuda pública bruta del SPNF al cierre de 2026

Indicador	Diciembre 2022 1_/	Rango al cierre de diciembre de 2026
Porcentaje de soles en el saldo bruto	45,2%	50,9% - 57,5%
Porcentaje de deuda a tasa fija nominal en el saldo bruto	86,2%	84,6% - 86,4%
Porcentaje de deuda interna en el saldo bruto	45,4%	50,6% - 56,9%
Vida media (años)	13,1	11,3 - 11,4
Reprecio medio (años)	12,5	10,7 - 10,9
Concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses 2_/	0,9%	5,2% - 4,4%
Porcentaje del flujo de financiamiento en moneda local 3_/	54,7%	59,5% - 68,9%

Fuente: DGTP – MEF.

1_/ Cifra preliminar.

2_/ Indicador que mide la presión más inmediata de pagos.

3_/ Incluye el financiamiento de las operaciones de administración de deuda.

En la misma línea, la EGIAP plantea los retos y acciones para fortalecer la gestión de los activos y pasivos financieros, modernizar el Tesoro Público y mejorar la gestión de los riesgos fiscales.

- a. Fortalecer la gestión de liquidez y tesorería.
- b. Continuar con la modernización del Tesoro Público.
- c. Mayor efectividad en la estructuración de la planificación financiera para efectos de la formulación del presupuesto público.
- d. Fortalecer la gestión de la deuda pública.
- e. Fortalecer la gestión de activos y pasivos financieros.
- f. Mejorar la gestión integral de los riesgos fiscales.

Finalmente, se incluye el cronograma del Programa de Subastas Ordinarias de Títulos del Tesoro para el 2023, con el objetivo de fortalecer el mercado doméstico de deuda pública y financiar los requerimientos de la República.



“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

INTRODUCCIÓN

Después de un 2021 en el que la economía peruana se expandió fuertemente, gracias a la reactivación de las actividades productivas y el avance en la vacunación para el Covid-19, el 2022 se ha presentado más desafiante; de hecho, la incertidumbre a nivel mundial por presiones inflacionarias, factores geopolíticos e incertidumbre sobre la trayectoria de política monetaria en países desarrollados y emergentes, han cambiado significativamente el panorama financiero. El extenso periodo de tasas de interés históricamente bajas en los mercados de capitales acabó, trayendo alta volatilidad en los mercados financieros y menor liquidez, particularmente en los mercados de deuda. Esta situación también ha afectado al mercado de deuda pública peruana y los costos financieros a los que la República puede financiarse.

Este nuevo escenario refuerza el compromiso con el manejo responsable y sostenible de las finanzas públicas para una mejor toma de decisiones. En este sentido, se mira con especial énfasis la gestión de los recursos, de tal manera que la utilización de los activos financieros permita reducir el ritmo de endeudamiento y la subutilización de este, en un contexto de mayores tasas de interés en el mercado.

Asimismo, se considera de especial interés la generación de información relevante y oportuna respecto a la situación de los activos y pasivos financieros del SPNF, así como el monitoreo constante de los riesgos a los que está expuesta su hoja de balance. Además, se estima importante que la gestión integrada de los activos y pasivos financieros esté ligada a la planificación financiera y la política fiscal, con el objetivo de potenciar la fortaleza fiscal y financiera de la República.

Este documento está estructurado en cuatro secciones y tres anexos. La primera sección analiza la coyuntura financiera que ha dominado el 2022 y sus efectos sobre la capacidad de endeudamiento de la República y los costos financieros asociados, así como las perspectivas que se consideran estarán presentes en el 2023. La segunda parte establece el ámbito de aplicación de los lineamientos y acciones relacionados a la gestión de activos y pasivos financieros de la Estrategia.

Por su parte, la tercera sección presenta la situación de los activos y pasivos financieros, así como de la deuda neta del SPNF; además, se evalúan los riesgos a los que están expuestos. Esto da paso a que, en la cuarta sección, se presente el marco referencial que orienta la gestión integrada de activos y pasivos financieros, el análisis de la gestión de los activos y pasivos financieros del SPNF, los retos y acciones estratégicas que guiarán la implementación de la Estrategia para su periodo de vigencia, así como las proyecciones de llevarse a cabo la implementación de esta.

Finalmente, en los anexos se presenta el cronograma de subastas de títulos del Tesoro Público para el 2023, el seguimiento al avance de la implementación de la EGIAP 2022-2025 y la evolución de los indicadores de deuda pública del SPNF.



“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

I. MARCO GENERAL DE LA ESTRATEGIA DE GESTIÓN INTEGRAL DE ACTIVOS Y PASIVOS 2023-2026

1.1 Contexto financiero global y doméstico

El contexto macro financiero global y doméstico se ha mostrado más desafiante en los últimos 12 meses, particularmente a partir del segundo trimestre de 2022; por un lado, las presiones sobre el nivel de precios han pasado de ser una preocupación transitoria a ser persistente en el mediano plazo, lo que ha provocado que los bancos centrales cambien su postura de política monetaria e inicien un ciclo alcista de tasas de interés; por otro lado, existe mayor incertidumbre en los mercados financieros, por mayor pesimismo sobre la economía global y la capacidad de los países para sostener el crecimiento después del *shock* de la pandemia por el Covid-19.

En este nuevo contexto financiero, los costos de endeudamiento de la República se han elevado, pues los factores antes descritos han generado que los rendimientos de los bonos peruanos, tanto en moneda nacional como extranjera se eleven considerablemente, en línea con los instrumentos de deuda soberanos a nivel global.

La preocupación de la inflación pasó de ser transitoria a persistente¹, lo que ha contribuido a la incertidumbre en los mercados. A partir del segundo trimestre de 2021, la economía global mostraba signos de recuperación tras el avance de la vacunación contra el Covid-19 y la normalización de algunas actividades económicas. No obstante, se ha experimentado una constante disrupción de la cadena de suministros global, lo que ha presionado los costos de transporte y, por lo tanto, el nivel de precios.

No obstante, tensiones geopolíticas derivadas principalmente del conflicto entre Rusia y Ucrania también han contribuido al alza de los precios. Esta situación ha incrementado la volatilidad en los mercados, ha presionado la cadena de suministros global y, como consecuencia, se han elevado los precios y reducido la producción mundial.

En Estados Unidos, la inflación² anual en junio 2022 alcanzó 9,1%, su mayor nivel en más de 40 años y, aunque en los meses siguientes la inflación ha cedido ligeramente, se mantiene de manera persistente por encima de la meta de política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed) y de las expectativas del mercado.

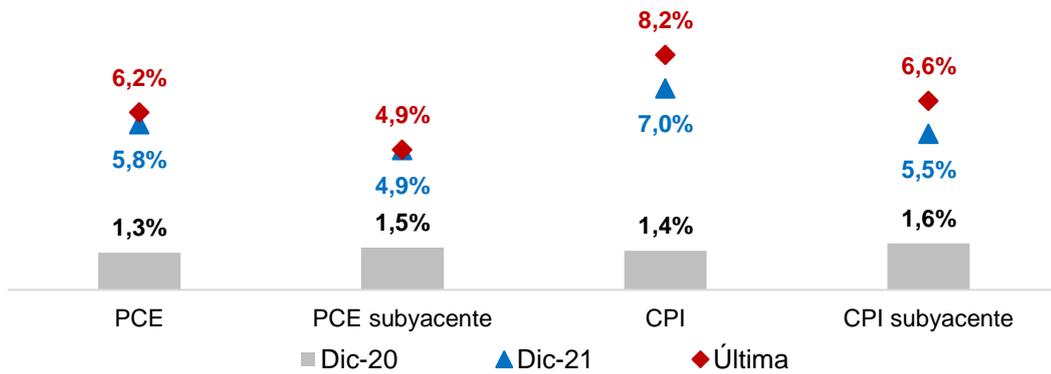
¹ Por ejemplo, ver la nota de prensa del Federal Open Market Committee de la Fed de julio de 2021, en la que mencionan que la inflación se ha elevado, principalmente por factores transitorios <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/monetary20210728a1.pdf>

² Medida a través del Índice de Precios al Consumidor (CPI, por sus siglas en inglés).

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
 “AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
 “AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

Una inflación persistentemente alta incrementa la presión para que la Fed mantenga una postura agresiva de normalización de su tasa de política monetaria. Estas decisiones de política tienen repercusiones sobre otros países, impactos en los costos para obtener financiamiento. Además, usualmente lleva a que economías emergentes, como la peruana, también adopten políticas monetarias restrictivas.

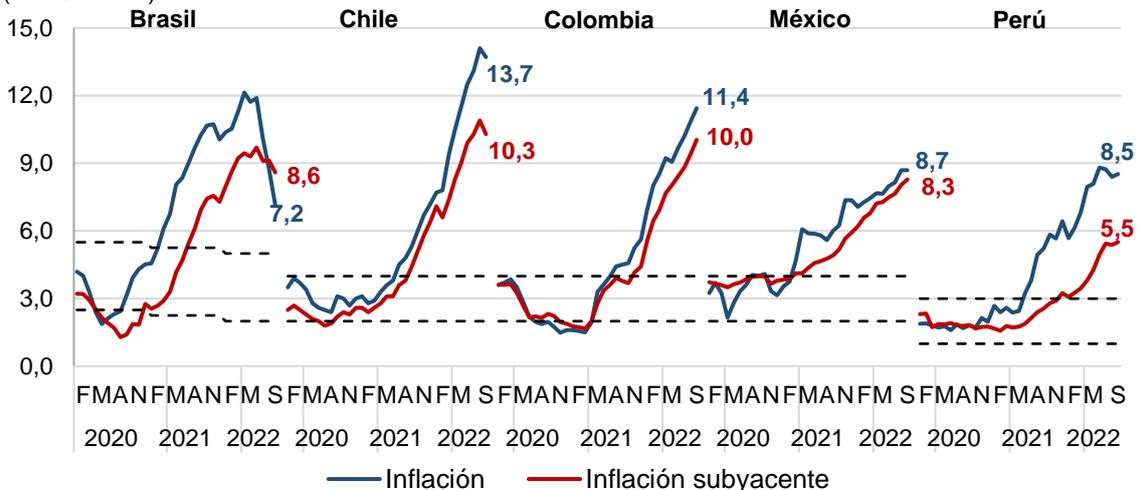
Gráfico N° 1. Medidas de inflación en Estados Unidos
 (Var. % anual)



Fuente: U.S. Bureau of Labor Statistics y Bureau of Economic Analysis.
 Elaboración propia.

La inflación también ha golpeado a los países referentes en América Latina; a setiembre de 2022, los países que registran mayor inflación anual son Chile con 13,7% y Colombia con 11,4%; por su parte, Brasil logró reducir su inflación anual a 7,2%, apoyado en una agresiva política monetaria; en tanto, Perú con 8,5% y México con 8,7% también parecen haber tocado picos de inflación a fines del tercer trimestre.

Gráfico N° 2. Medidas de inflación en los países LA5
 (Var. % anual)

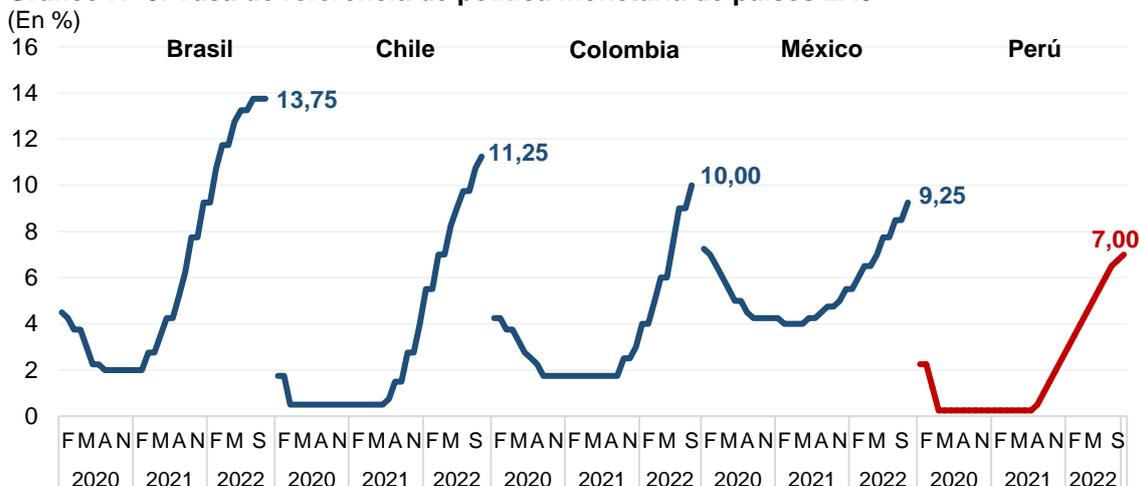


Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), Instituto Brasileño de Geografía y Estadística, Banco Central de Brasil, Instituto Nacional de Estadísticas de Chile, Banco Central de Chile, Banco de la República de Colombia, Banco Central de México.
 Elaboración propia.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

La inflación ha sido particularmente perniciosa para los instrumentos de renta fija por dos motivos; por un lado, los inversionistas esperan que el rápido avance del nivel de precios erosione el valor de los activos, como los bonos, lo que reduce el valor de estos instrumentos³ y eleva su rendimiento; en segundo lugar, la inflación obliga a que los bancos centrales asuman posturas contractivas con respecto a la política monetaria, incrementando sus tasas de interés de referencia, lo que genera que los inversionistas exijan mayores tasas para los bonos. Finalmente, este contexto también incrementa la incertidumbre, tanto en los mercados bursátiles como en la renta fija.

Gráfico N° 3. Tasa de referencia de política monetaria de países LA5



Fuente: BCRP, Instituto Brasileño de Geografía y Estadística, Banco Central de Brasil, Instituto Nacional de Estadísticas de Chile, Banco Central de Chile, Banco de la República de Colombia, Banco Central de México.

Elaboración propia.

Estamos frente a un nuevo contexto macro financiero, y la era del *free-money* ha finalizado. El cambio de posturas en la política monetaria de la mayoría de países y la percepción de que la inflación es un problema de mediano plazo ha generado un cambio en las condiciones financieras. Así, el ciclo de tasas históricamente bajas en los mercados de capitales y el *free-money* finalizó, dando paso al ciclo alcista de tasas en los mercados financieros. Esto afecta a los mercados de capitales, pero también a la República, que busca financiar parte de sus necesidades de recursos en los mercados de capitales local e internacional.

El inicio del ciclo alcista de tasas y la preocupación por una posible recesión ha afectado a todas las clases de activos, incluyendo los bonos del Tesoro de Estados Unidos. Con respecto a la curva de *US Treasuries*, se ha producido una desvalorización generalizada en todos los puntos de la curva, experimentando un *bear flattening* y la inversión en sectores claves de esta; por ejemplo, el *spread* 2-10 años de la curva alcanzó un mínimo de -58pbs en agosto y cerró el tercer trimestre del año en -39pbs, mientras que el *spread* 3 meses-10 años se ha aplanado considerablemente en los últimos meses y se volvió negativo brevemente en

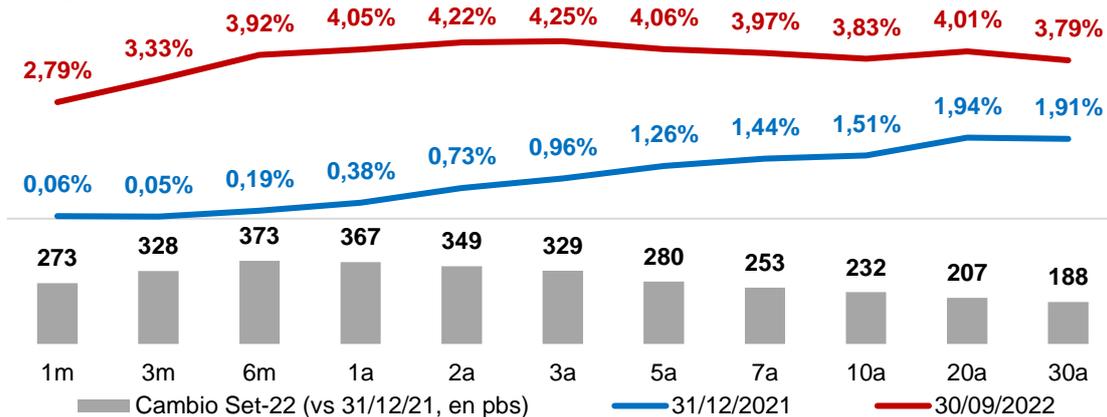
³ En un contexto de condiciones financieras más restrictivas y bancos centrales elevando su tasa de referencia, las tasas de interés utilizadas para valorizar activos financieros terminan reduciendo su valor presente. Esta es una de las razones por las cuales el precio de un bono cae en este nuevo contexto.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

octubre. El *spread* en tramos clave de la curva es analizado para ver las expectativas de movimientos de tasas y una curva con pendiente negativa es comúnmente asociada con señales tempranas de recesiones (ver Estrella & Hardouvelis, 1991; Estrella & Mishkin, 1996; Estrella & Trubin, 2006)⁴.

Gráfico N° 4. Curva de rendimientos US Treasuries

(En % y var. en puntos básicos)



Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis.

Elaboración propia.

El comportamiento de la curva de US Treasuries ha estado influenciado por las expectativas sobre el incremento en la tasa de referencia de la Fed, lo que ha llevado a que los rendimientos de la parte corta de la curva, el tramo más sensible a los cambios de política monetaria, se incrementaran en promedio 335pbs hasta fines del tercer trimestre, mientras que los de la parte media aumentarían en 289pbs y los de la parte larga lo hiciera en 197pbs, debido a la mayor aversión al riesgo por parte de los inversionistas, que a la vez prefieren tener liquidez y convertir sus títulos rápidamente en efectivo de ser necesario.

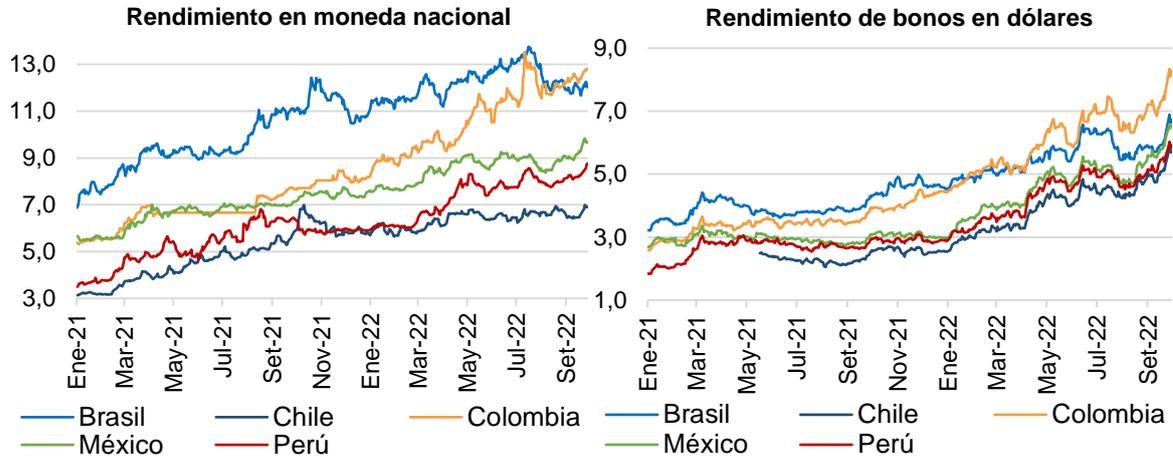
Los papeles de deuda soberanos de Latam también han experimentado un comportamiento negativo durante el año; el incremento en la curva soberana en moneda local de los países LA5 ha sido en promedio de 236pbs, y en moneda extranjera de 313pbs, siendo en ambos casos, Colombia el que presenta un mayor incremento promedio y Brasil el menor. Esta variación ha estado determinada por el ajuste de tasas de sus respectivos bancos centrales, las continuas presiones inflacionarias, el aumento en las tasas en dólares y la mayor percepción de riesgo país en la región.

⁴ Estrella, A. & Hardouvelis, G. A., 1991. The Term Structure as a Predictor of Real Economic Activity. The Journal of Finance, XLVI(2), pp. 555-576.
 Estrella, A. & Mishkin, F. S., 1996. The Yield Curve as a Predictor of U.S. Recessions. Current Issues in Economics and Finance, 2(7).
 Estrella, A. & Trubin, M. R., 2006. The Yield Curve as a Leading Indicator: Some Practical Issues. Current Issues in Economics and Finance, 12(5).

"DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES"
"AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL"
"AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ"

Gráfico N° 5. Rendimientos de bonos a 10 años en países LA5

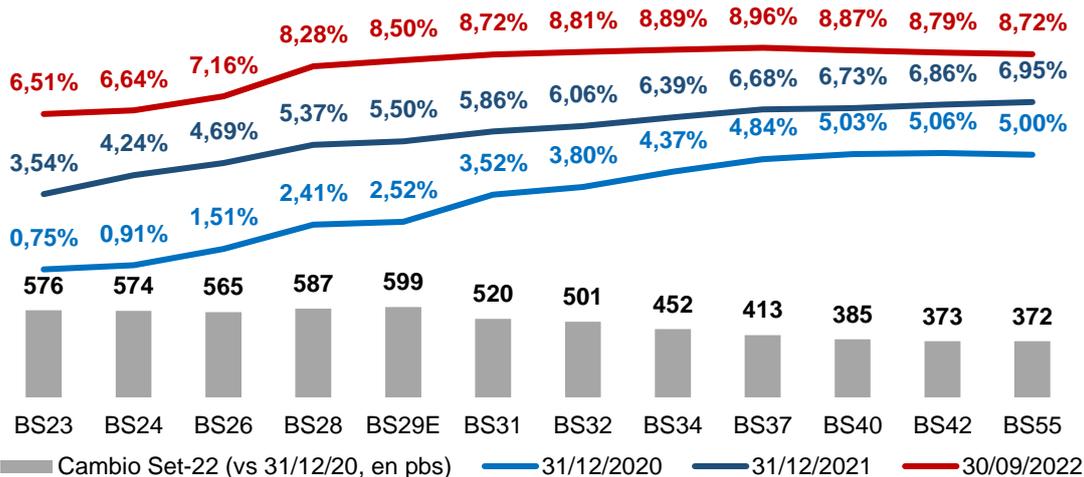
(En % en dólares y moneda nacional)


 Fuente: Bloomberg Finance L.P.
 Elaboración propia.

De manera similar, la curva de rendimientos de bonos peruanos ha experimentado fuertes incrementos en lo que va del año; aumentando 250pbs en promedio desde fines de 2021, con la parte corta y media subiendo hasta 277pbs, 64pbs más que la parte larga. El cambio es más drástico si se compara la curva al cierre del tercer trimestre con la de fines de 2020; el incremento es de 493pbs en promedio. Esta dinámica está en línea con mayores expectativas de inflación, los incrementos en la tasa de referencia del BCRP que afectan más a la parte corta de la curva y menores expectativas de crecimiento económico (ver Gráfico N° 6).

Gráfico N° 6. Curva de rendimiento peruana en soles

(En % y var. en puntos básicos)

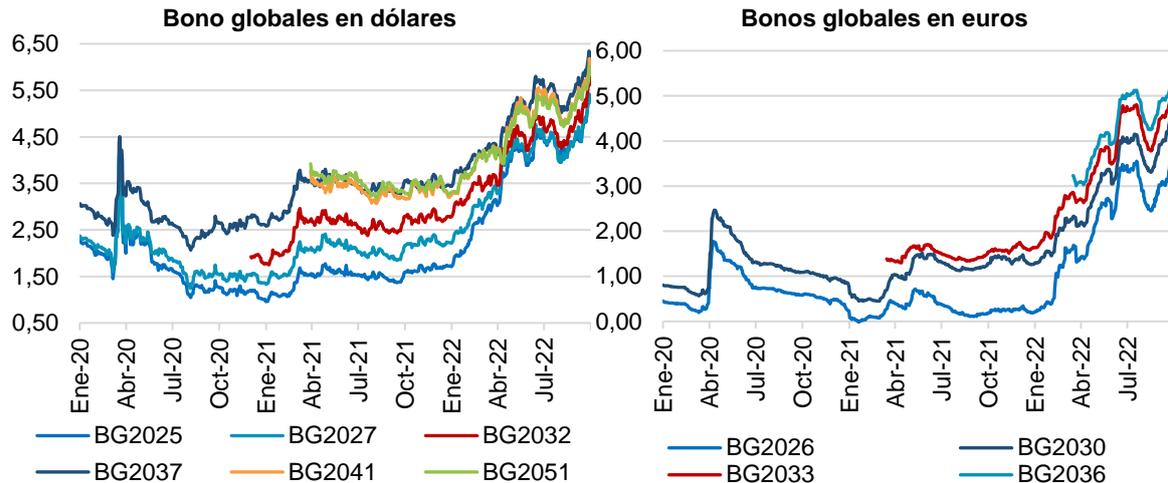

 Fuente: Datatec.
 Elaboración propia.

La curva de rendimientos de bonos globales en dólares, que a la fecha cuenta con 15 nodos, también se ha desplazado hacia arriba, con la parte corta y media de la curva aplanada, mientras que la parte larga de la curva se ha invertido. Así, la curva se ha incrementado 291pbs en promedio desde fines de 2021, con la parte

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

corta y media subiendo a mayor ritmo que la parte larga hasta fines de setiembre de este año (325pbs vs 268pbs). En general, se observa un incremento significativo en el nivel de las tasas de todos los vencimientos de los instrumentos de deuda pública peruanos, en línea con el mercado de deuda global, la coyuntura macroeconómica y las condiciones financieras vigentes (ver Gráfico N° 7).

Gráfico N° 7. Evolución de los rendimientos de bonos globales^{1/}
(En %)



Fuente: Bloomberg Finance L.P.
Elaboración propia.

^{1/} Se han tomado los rendimientos de algunos bonos globales en dólares, representativos de los principales vencimientos.

Las expectativas hacia el 2023 se centran en un menor crecimiento económico global, el control de la inflación y la consolidación del ciclo alcista de tasas. El FMI proyecta un menor crecimiento global al estimado previamente (2,7% vs. 2,9%) debido a los efectos de la inflación, los todavía presentes efectos de la pandemia por el Covid-19 y condiciones financieras más restrictivas. En la misma línea, se espera que América Latina crezca 1,7% (vs. 2,0% proyectado previamente).

Con respecto a los mercados de deuda, se estima que las condiciones financieras prevalentes se mantengan en el corto y mediano plazo, a pesar de las expectativas de menor crecimiento económico, por lo que se espera que los rendimientos de estos instrumentos, incluyendo al mercado peruano, se mantengan elevados y con un sesgo de mayor alza en la parte corta y media de la curva, empujado por las políticas monetarias de los países.

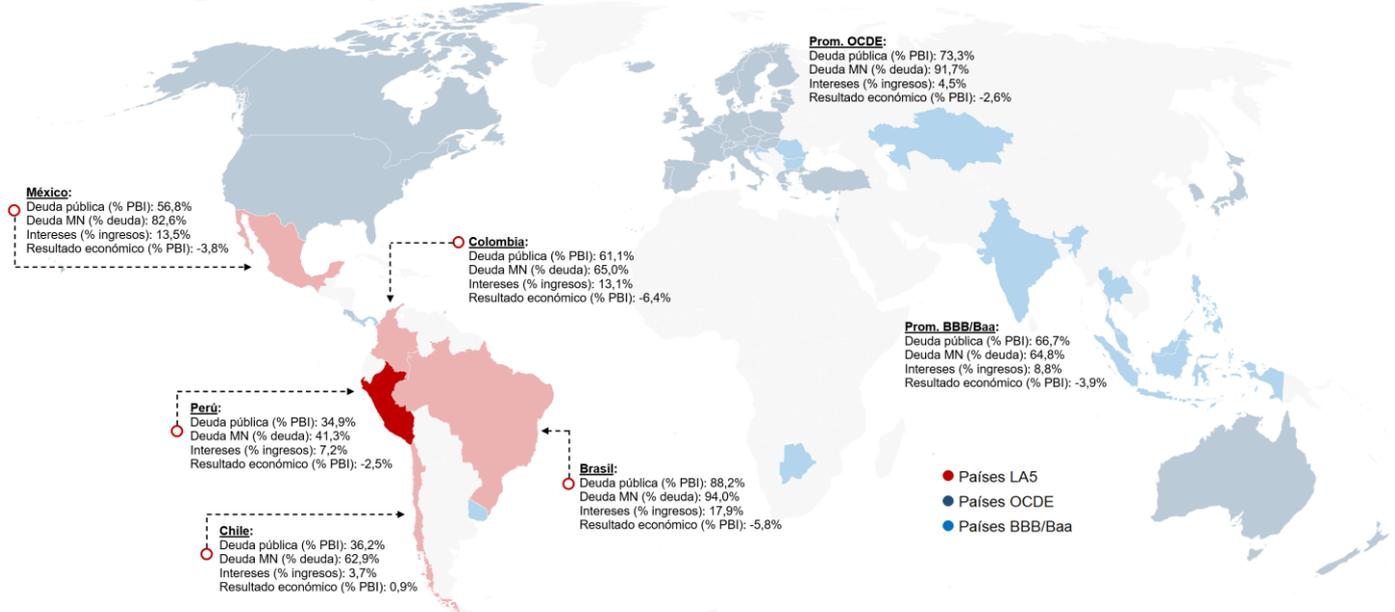
No obstante, se espera que la liquidez regrese a los mercados de deuda, golpeados en el 2022 por el cambio de condiciones financieras y factores macroeconómicos y geopolíticos. Esto debido a que a medida que la inflación se controle a partir de la segunda mitad de 2023, se espera que la normalización de la política monetaria dé paso a una postura neutral, lo que debe apoyar el regreso de inversionistas a mercados emergentes en busca de rendimiento y duración.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

1.2 Indicadores fiscales del Perú y países referentes

Después del *shock* económico y financiero que significó la pandemia del Covid-19, las finanzas públicas, tanto de países desarrollados como de países emergentes, se vieron severamente afectadas. En este sentido, se incrementó la deuda pública para estos países, desde 60,8% del PBI, en promedio, en el 2019, a 71,7% en el 2021⁵. Aunque se espera que los efectos se disipen en el corto plazo y la deuda pública tenga una tendencia a la baja, la desaceleración del crecimiento económico global y elevados niveles de inflación pueden afectar esta trayectoria. En esta línea, el FMI proyecta que la deuda de los países LA5 este año sea en promedio 55,4% del PBI; mientras que, para países de similar calificación crediticia sería de 66,7%, y para la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) alcanzaría 73,3%.

Gráfico N° 8. Principales indicadores fiscales para Perú, países referentes de la región⁶, OCDE⁷ y de similar calificación crediticia⁸



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), FMI y Fitch Ratings.
Elaboración propia

⁵ Durante el mismo periodo, la deuda del SPNF pasó de 26,6% a 35,9%.

⁶ Incluye a los países conocidos como LA5: Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

⁷ Los países OCDE incluyen a: Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Chile, Colombia, Costa Rica, República Checa, Dinamarca, Estonia, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Hungría, Islandia, Irlanda, Israel, Italia, Japón, Corea del Sur, Letonia, Lituania, Luxemburgo, México, Países Bajos, Nueva Zelanda, Noruega, Polonia, Portugal, Eslovaquia, Eslovenia, España, Suecia, Suiza, Turquía, Reino Unido y Estados Unidos.

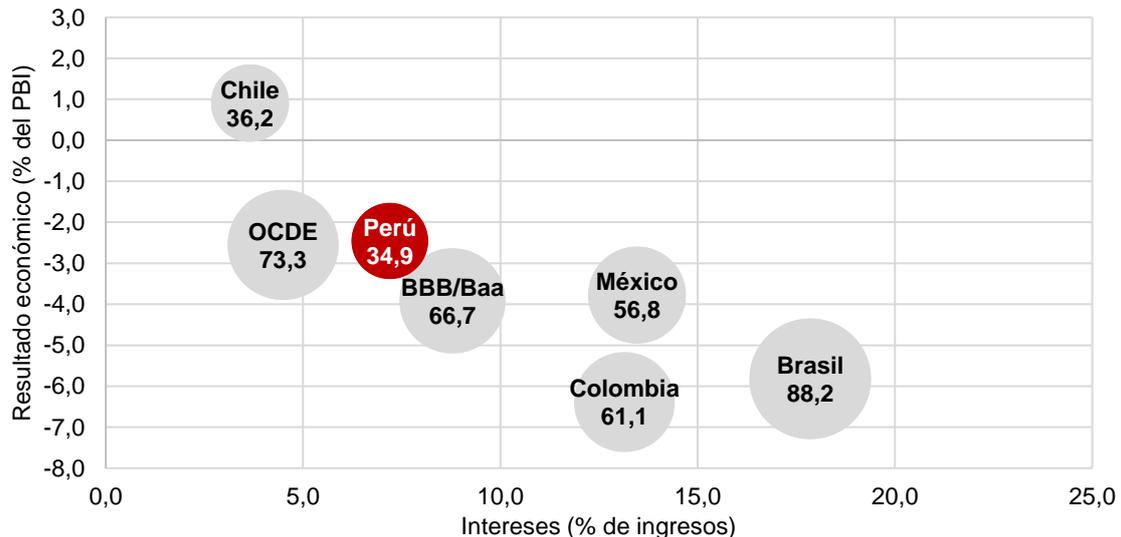
⁸ Los países de similar calificación crediticia incluyen a todos los países que, al 19 de agosto de 2022, contaban con la calificación en moneda extranjera de BBB-, BBB o BBB+ por Fitch o S&P, o Baa1, Baa2 o Baa3 por Moody's: Andorra, Aruba, Botswana, Bulgaria, Colombia, Croacia, Curacao, Chipre, Hungría, India, Indonesia, Italia, Kazajistán, Malasia, República de Mauricio, México, Montserrat, Panamá, Perú, Filipinas, Portugal, Rumania, España, Tailandia, Trinidad y Tobago y Uruguay.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

No obstante el incremento de la deuda peruana, el país mantiene su fortaleza fiscal en comparación con sus pares. El bajo nivel de la deuda peruana en comparación con el tamaño de su economía se mantiene como uno de los pilares en los que se fundamenta su calificación de riesgo. De hecho, en base a proyecciones del BCRP y el FMI, se espera que, al cierre de 2022, la deuda peruana sea la más baja de los países referentes de la región (34,6% del PBI vs 36,2% del PBI para Chile), y considerablemente menor a los países de similar calificación y del grupo de la OCDE.

De la misma manera, otros indicadores apoyan el perfil fiscal peruano, en comparación con los países de referencia. Como se ha mencionado previamente, la atención de la emergencia sanitaria provocada por el Covid-19 trajo como consecuencia el deterioro de los indicadores fiscales; en el caso peruano, el déficit fiscal se deterioró hasta 8,9% del PBI en el 2020, sin embargo, la prudencia y responsabilidad en el buen manejo de las finanzas públicas contribuyó a mejorar este indicador hasta 2,5% del PBI en el 2021 y se espera que cierre en el mismo nivel este año, por debajo de lo establecido en las reglas macrofiscales del SPNF⁹. De esta manera, el resultado económico peruano, con respecto al PBI, será el segundo más bajo de la región, solo por detrás de Chile, que se proyecta, cierre con un superávit fiscal de 0,9% del PBI, mientras que los países de similar calificación crediticia tendrán déficits 3,9% del PBI, en promedio, y los países OCDE, de 2,6% del PBI. De similar manera, la carga financiera peruana, con respecto a los ingresos, será la segunda menor del grupo LA5, aunque estará por encima del promedio de los países OCDE.

Gráfico N° 9. Fortaleza fiscal: Deuda pública, resultado económico y carga financiera
(Tamaño de la burbuja = Deuda como % del PBI)



Fuente: MEF, BCRP y FMI.
Elaboración propia.

⁹ Decreto de Urgencia N° 079-2021, Decreto de Urgencia que establece las reglas macrofiscales para el Sector Público No Financiero para el año fiscal 2022.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

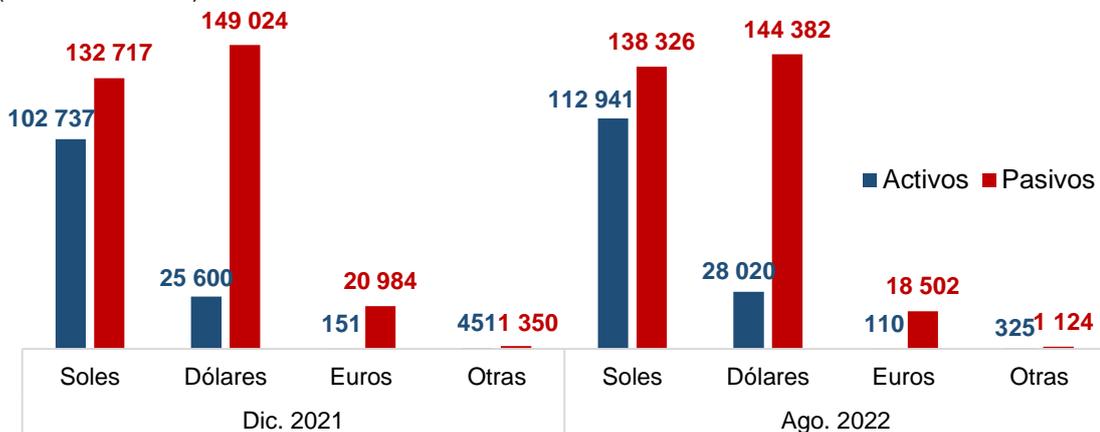
II. ÁMBITO DE APLICACIÓN

La Estrategia de Gestión Integral de Activos y Pasivos Financieros establece los lineamientos, retos y acciones de todas las entidades y unidades institucionales en el ámbito de cobertura del SPNF, en el marco de sus respectivos mandatos constitucionales o legales.

III. RIESGOS DE LOS ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DEL SPNF¹⁰

La posición de los activos y pasivos financieros del SPNF, a agosto del 2022 y su comparación con diciembre del 2021, se presenta a continuación:

Gráfico N° 10. Resumen de los activos y pasivos financieros por moneda del SPNF
(En millones de S/)



Fuente: DGTP – MEF.
Elaboración propia.

3.1 Activos financieros y riesgos asociados

Posición de los activos financieros

Los activos financieros del SPNF registraron un crecimiento acumulado de 8,8% entre el 2017 y 2019, para luego sufrir una drástica caída de 16,6% en el 2020 debido principalmente a la estrategia financiera del gobierno que priorizó el uso intensivo de los ahorros públicos para financiar las medidas de contención de la pandemia y reactivación económica en el marco del Plan Económico del Perú frente al Covid-19¹¹.

No obstante, se observa un incremento de los activos de 28,5% en el 2021, explicado principalmente porque se mantuvieron saldos de los recursos captados de una emisión internacional realizada en noviembre de 2021; además, de una importante recuperación de la recaudación del gobierno.

¹⁰ Análisis realizado con información a agosto de 2022.

¹¹ Que representó aproximadamente 20% del PBI.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

De manera similar, el saldo de activos financieros se incrementó a agosto de 2022 en 9,6%, crecimiento impulsado por la campaña de recaudación de impuestos correspondientes al año 2021, la recuperación del precio de los *commodities* y su impacto en la recaudación del año corriente, que impactaron favorablemente en el saldo de activos, que ascendieron a S/ 141 396 millones. Además, los activos financieros se concentran en moneda nacional, que representa el 79,9% de todo el portafolio (ver Gráfico N° 11).

Tabla N° 1. Evolución de los activos financieros por nivel de Gobierno

(En millones de S/)

	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Ago-22
Gobierno General	107 545	112 667	93 203	122 305	131 935
Gobierno Nacional	104 983	108 761	90 274	120 393	129 071
En el Tesoro Público	72 429	75 022	56 482	85 626	94 111
FCR	17 881	19 085	20 346	19 096	20 718
Otras	14 672	14 653	13 446	15 671	14 242
Gobiernos Regionales	576	1 505	718	669	1 014
Gobiernos Locales	1 986	2 401	2 211	1 243	1 850
Empresas No Financieras y otras	7 781	7 620	7 144	6 635	9 461
TOTAL SPNF	115 326	120 287	100 347	128 940	141 396

Fuente: DGTP – MEF.

Elaboración propia.

La mayor cantidad de activos del SPNF se concentran en el Tesoro Público (66,6%), lo cual guarda relación con el proceso de modernización del Tesoro que viene impulsando la consolidación de la Cuenta Única del Tesoro (CUT) y el mecanismo de gestión de liquidez, basado en el principio de fungibilidad¹², que permite gestionar más eficientemente los fondos públicos.

Por su parte, se observa una preponderancia de las posiciones a plazo, además de presentar una senda ascendente en el período. La reducción de las posiciones a plazo para diciembre de 2020 se explica por el uso de los recursos del Fondo de Estabilización Fiscal (FEF) durante la pandemia, los que se encontraban casi en su totalidad en depósitos a plazo en dólares norteamericanos. Asimismo, se vio afectado por la decisión de mantener una mayor proporción de recursos en cuentas a la vista que permitan atender rápidamente gastos extraordinarios para la contención de la pandemia o para la reactivación económica. En tanto, un 8,6% se encuentra en instrumentos financieros cuya contraparte es distinta al Gobierno, como bonos corporativos, fondos de inversión y fondos mutuos.

¹² En el numeral 2 del artículo 2 del Decreto Legislativo N° 1441, Decreto Legislativo del Sistema Nacional de Tesorería se indica lo siguiente:

“Artículo 2.- Principios

(...)

2. Fungibilidad: Consiste en el uso de los Fondos Públicos administrados en la Cuenta Única del Tesoro Público, independientemente de su fuente de financiamiento, con la finalidad de brindar la cobertura financiera por descalces temporales de caja, asegurando la continuidad de la atención de los requerimientos de la pagaduría en concordancia con el Principio de Oportunidad.”

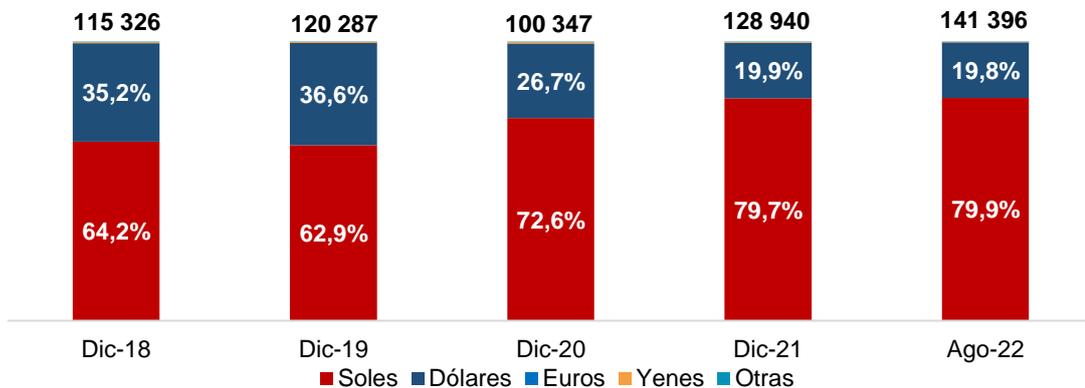
“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

Tabla N° 2. Evolución de los activos financieros por tipo
(En millones de S/ y %)

	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Ago-22	%
Efectivo y equivalentes	88 643	92 417	73 771	103 086	114 766	81,2%
Posiciones a la vista	22 416	23 466	25 612	26 431	30 289	21,4%
Posiciones a plazo	66 228	68 951	48 159	76 655	84 477	59,7%
Renta Fija	8 019	8 242	8 461	8 972	9 439	6,7%
Bonos soberanos	3 604	4 065	4 640	5 086	5 572	3,9%
Bonos corporativos	3 263	3 340	3 146	3 150	3 033	2,1%
Otros	1 152	836	675	737	834	0,6%
Renta Variable	12 894	13 986	12 870	11 757	12 318	8,7%
Fondos de inversión	6 081	4 641	5 350	6 326	6 006	4,2%
Fondos mutuos	1 180	2 938	4 099	3 973	3 128	2,2%
Otros	5 632	6 406	3 420	1 458	3 184	2,3%
Cuentas por cobrar	5 745	5 629	5 204	5 078	4 859	3,4%
Otros	24	14	42	47	14	0,0%
TOTAL	115 326	120 287	100 348	128 940	141 396	100,0%

Fuente: DGTP – MEF.
Elaboración propia.

Gráfico N° 11. Evolución de los activos financieros por moneda
(En millones de S/ y %)



Fuente: DGTP – MEF.
Elaboración propia.

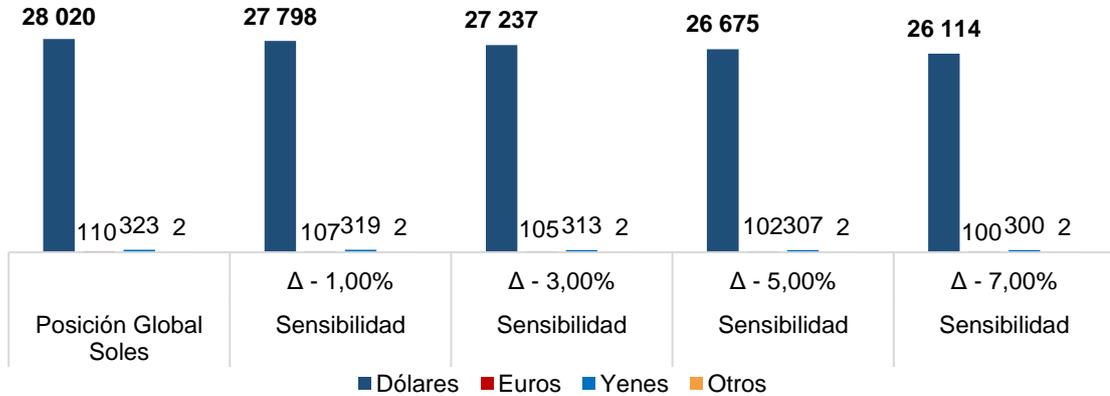
Riesgo cambiario

Los activos financieros del SPNF se encuentran concentrados en un 79,9% en moneda nacional y 19,8% en dólares estadounidense, por lo cual se encuentran expuestos a variaciones del tipo de cambio. Así, ante variaciones de -1% de los tipos de cambio de cada moneda, los activos financieros se reducirían en más de S/ 200 millones. En ese sentido, se han analizado los efectos de aplicar diferentes variaciones a los tipos de cambio de las respectivas monedas.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

Gráfico N° 12. Análisis de sensibilidad de los activos por movimientos de tipo de cambio

(En millones de S/)



Elaboración propia.

Además, se ha utilizado el valor en riesgo (VaR) para estimar la pérdida esperada que en condiciones normales de mercado podrían sufrir los activos ante variaciones de los tipos de cambio. Bajo esta metodología, el VaR¹³ o pérdida máxima de los activos del SPNF en moneda extranjera, para un horizonte de un año, al 95% de confianza se calcula en S/ 3 341,3 millones (2,4% del total de activos). Además, el valor en riesgo condicional (CVaR) o la pérdida esperada dado que se ha superado la pérdida máxima dada por el VaR, para el mismo horizonte y nivel de confianza, es de S/ 5 223,9 millones (equivalente al 3,7% del total de activos). Es importante mencionar que los montos del VaR y CVaR han aumentado con respecto al año anterior¹⁴, esto debido al incremento de la posición mantenida en dólares y a la mayor volatilidad del tipo de cambio observada en el último año.

Riesgo de liquidez

El SPNF mantiene una importante proporción de sus fondos en activos líquidos y activos líquidos a plazo, alcanzando 84,7%¹⁵ del total de activos (21,4% y 63,3% del total de activos, respectivamente). En tanto, el 15,1% se encuentra en activos de liquidez de mercado, es decir, que su liquidación dependerá de las características de cada instrumento. Por su parte, los activos ilíquidos solo representan el 0,2% de los activos del SPNF. Así, se estima que el riesgo de liquidez, que consiste en la capacidad de contar con recursos de alta calidad que permitan cubrir las obligaciones sin incurrir en costos adicionales, no es elevado.

¹³ Tanto para el VaR como para el CVaR se utilizó data diaria de un periodo histórico de 4 años.

¹⁴ Los montos de VaR y CVaR son de S/ 2 996,4 millones y S/ 5 097,5 millones para 2018; S/ 3 361,3 millones y S/ 5 304,6 millones para 2019; S/ 2 019,3 millones y S/ 3 142,5 millones para 2020; y S/ 2 317,7 millones y S/ 4 207,1 millones para 2021.

¹⁵ Esto incluye activos líquidos y depósitos a plazo que forman parte de los activos líquidos a plazo.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

Tabla N° 3. Capacidad de liquidación de los activos del SPNF
(En millones de S/ y %)

	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Ago-22	%
Activos líquidos	22 416	23 466	25 612	26 431	30 289	21,4%
Activos líquidos a plazo	72 094	74 632	53 467	81 844	89 434	63,3%
Depósitos a plazo	64 766	67 998	46 142	74 058	82 452	58,3%
Trasposos de recursos	5 348	5 219	4 881	4 827	4 650	3,3%
Otros	1 980	1 414	2 444	2 959	2 332	1,6%
Activos de liquidez de mercado	18 210	18 698	20 960	20 314	21 383	15,1%
Bonos	7 560	8 033	8 342	8 787	9 107	6,4%
Fondos de inversión	6 081	4 641	5 350	6 326	6 006	4,2%
Fondos mutuos	1 180	2 938	4 099	3 973	3 128	2,2%
Otros	3 387	3 086	3 168	1 228	3 143	2,1%
Activos ilíquidos	2 582	3 478	266	304	276	0,2%
Derivados	24	14	42	47	14	0,0%
TOTAL	115 326	120 287	100 348	128 940	141 396	100,0%

Elaboración propia.

Riesgo de crédito

El Tesoro Público monitorea la condición crediticia de las principales entidades contrapartes e instrumentos en los cuales las entidades del SPNF mantienen posición. Así, por agrupación, la principal contraparte es el BCRP concentrando 57,0% de los activos financieros a agosto de este año.

Tabla N° 4. Composición de los activos financieros del SPNF por contraparte
(En millones de S/ y %)

	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Ago-22	%
BCRP	60 512	62 911	48 891	73 027	80 561	57,0%
BN	8 104	8 047	10 689	11 904	10 132	7,2%
Gobierno	3 392	4 965	9 901	10 862	12 960	9,2%
Bancos	27 790	28 645	14 923	19 044	24 781	17,5%
Otros	15 527	15 719	15 943	14 103	12 961	9,2%
TOTAL	115 326	120 287	100 347	128 940	141 396	100,0%

Elaboración propia.

El riesgo crediticio también es monitoreado a través de las calificaciones de riesgo de las principales contrapartes del SPNF. En la siguiente tabla se observa que al menos las 5 principales contrapartes (excluyendo al BCRP) mantienen una calificación crediticia que denota solvencia y grado de inversión, resultando en una inversión con bajo riesgo crediticio.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

Tabla N° 5. Calificaciones de riesgo de las principales contrapartes del SPNF
(En millones de S/ y %)

	Calificaciones	Ago-22	%
BCRP	-	80 561	57,0%
Banco de la Nación	A	10 132	7,2%
Banco de Crédito	A+	6 678	4,7%
Scotiabank	A+	5 868	4,2%
Interbank	A	4 888	3,5%
Banco Continental	A+	2 238	2,7%
TOTAL		110 465	79,2%

Elaboración propia.

En cuanto a las posiciones en bonos corporativos, en conjunto a agosto de 2022 sumaron S/ 3 033 millones, equivalentes al 2,1% del total de sus activos financieros. Las 5 principales contrapartes de los bonos corporativos que respaldan el 38,7% de estas inversiones poseen calificaciones de riesgo que van desde AAA hasta BBB, como se muestra en la siguiente tabla.

Tabla N° 6. Principales contrapartes de bonos corporativos
(En millones de S/ y %)

Emisor	Saldo (S/ MM)	Participación (%)	Calificación de Riesgo
Luz del Sur	287	9,5%	AAA
ENEL Distribución Perú	261	8,6%	AAA
ALICORP	228	7,5%	BBB
Banco Continental	212	7,0%	A+
ENGIE Energía Perú S.A.	184	6,1%	AAA
TOTAL	1 173	38,7%	-

Fuente: DGTP – MEF, Superintendencia de Banca, Seguros y AFP y agencias calificadoras de riesgo. Elaboración propia.

Por otro lado, los cinco principales títulos de deuda que mantienen las entidades del SPNF cuentan con una calificación crediticia que denota que son inversiones principalmente de bajo riesgo.

Tabla N° 7. Principales inversiones en bonos corporativos
(En millones de S/ y %)

Entidad	Ticket	Moneda Origen	Saldo (S/ MM)	Participación	Calificación
Línea Amarilla	IVPRB37	PEN	140	4,6%	AA
InRetail Shopping Malls	USP56243AD31	USD	115	3,8%	BBB-
ENGIE Energía Perú	PEP70210M083	USD	97	3,2%	AAA
YURA	PEP58501M057	PEN	89	2,9%	AAA
Intercorp	CVL52632A018	PEN	75	2,5%	AA-
TOTAL			516	17,0%	-

* Calificación internacional otorgada por Fitch Ratings. Elaboración propia.

3.2 Pasivos financieros y riesgos asociados

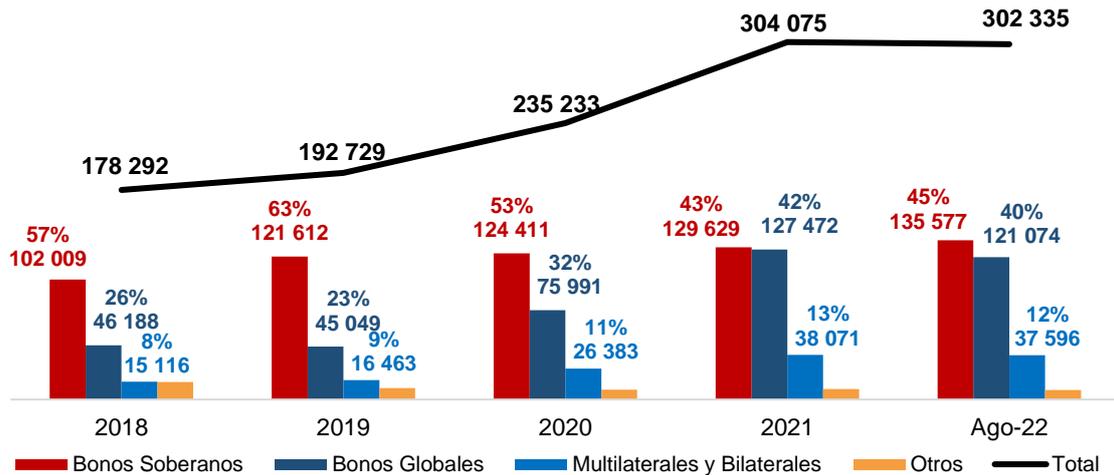
Posición de los pasivos financieros

En un contexto de mayores necesidades financieras, la deuda pública bruta del SPNF ha crecido anualmente 11,1% en promedio en los últimos 5 años, alcanzando, a agosto de este año, S/ 302 335 millones. Cabe resaltar que la mayor

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

parte de este incremento se produjo durante la pandemia provocada por el Covid-19, contexto en el que se necesitaban mayores recursos financieros para atender la emergencia sanitaria y el *shock* económico y financiero que provocó en el país.

Gráfico N° 13. Deuda pública bruta del SPNF por fuente
(Millones de S/ y % del total)



Fuente: DGTP - MEF.
Elaboración propia.

Sin embargo, cabe resaltar que esta posición ha caído 0,6% con respecto al cierre de 2021, principalmente por mayores ingresos del Gobierno ante una mayor recaudación, que han permitido reducir el ritmo de endeudamiento durante el año 2022, y en línea con el objetivo de consolidación de la deuda pública bruta.

La capacidad de la República para priorizar el endeudamiento en moneda local se vio afectada por el Covid-19, la inflación y la incertidumbre en los mercados financieros. Esta situación modificó la composición de la deuda, debido a que se tomó mayor deuda de bonos globales por la mejor oportunidad del acceso a los mercados de capitales externos, en un contexto de restricción en las fuentes de financiamiento. En este sentido, se proyecta que la deuda pública bruta del SPNF alcance 34,9% en el año 2022, de acuerdo con lo estimado en el Marco Macroeconómico Multianual 2023-2026 (MMM 2023-2026), y disminuya gradualmente en los próximos años, hasta 32,6% en el 2026, teniendo en cuenta una menor incertidumbre en cuanto a la pandemia, y la trayectoria gradual de consolidación de la deuda y el déficit fiscal, en cumplimiento con las reglas fiscales.

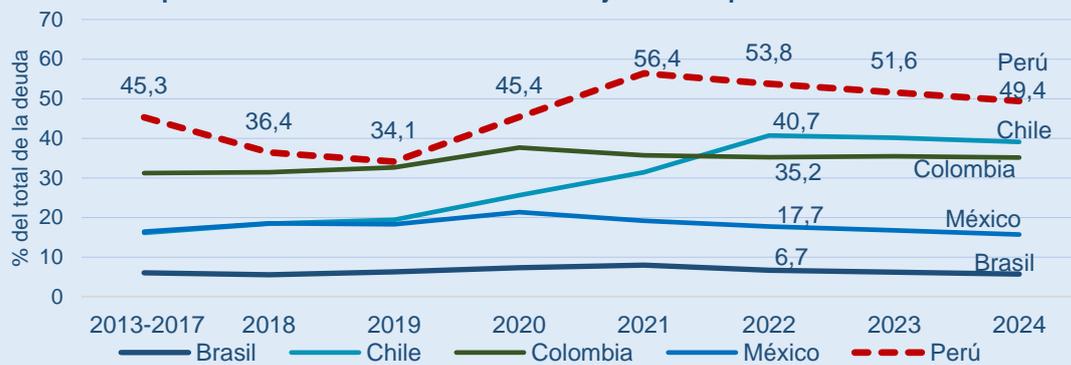
Como consecuencia de un escenario desfavorable para el endeudamiento en moneda local, la deuda en soles se ha reducido hasta 43% en el 2021, desde 63% en el 2019. En cambio, durante el año 2022 se vienen realizando subastas de bonos soberanos, las que se han dinamizado a partir del segundo trimestre del año, lo cual ha incrementado el indicador de solarización de la deuda a 45,8% para agosto 2022.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

Recuadro 1. Covid-19 y la deuda pública: Composición de la deuda pública bruta por moneda de países LA5, OCDE y de países con similar grado de inversión al Perú

La pandemia provocada por el Covid-19 obligó a que los países reenfoquen sus esfuerzos y recursos en el manejo de la pandemia y crisis generada. En este sentido, las mayores necesidades de financiamiento significaron que países emergentes, como el Perú, vayan a los mercados de capitales para obtener parte de este financiamiento. Sin embargo, la disrupción de los mercados financieros imposibilitó obtener deuda de mercado en moneda local. Así, si se realiza una comparación con los países LA5 y la composición de su deuda por moneda, durante el periodo comprendido entre el 2013 y el 2021, se observa que el Perú es el país que ha tenido un mayor crecimiento en la deuda en moneda extranjera en los años 2020 (45,4%) y 2021 (56,4%). Sin embargo, a partir del año 2022 (53,8%) en adelante, se espera una disminución en la proporción de deuda en moneda extranjera. Esta misma dinámica ha seguido Chile (40,7%); mientras que Brasil, Colombia y México, han seguido una tendencia similar y no han tenido mayor impacto en este indicador debido a la pandemia.

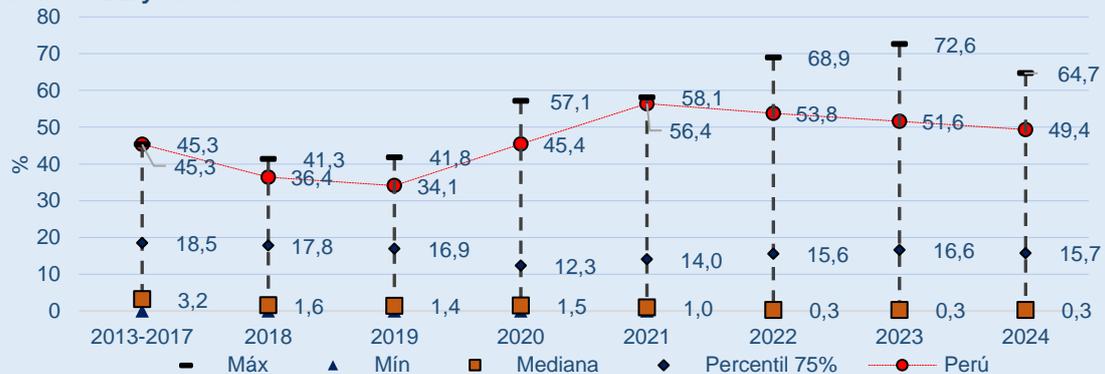
Gráfico 1. Proporción de la deuda en moneda extranjera en los países de LA5



Fuente: Fitch Ratings y para los datos de Perú - MEF.
Elaboración propia.

Por otro lado, la deuda pública bruta en moneda extranjera de los países que integran la OCDE ha disminuido ligeramente para el 75% de sus miembros, mientras que existe un 25% de países en los cuáles la deuda en moneda extranjera representa entre 15,6% y 68,9% a junio de 2022. Por su parte, el Perú mantiene calificaciones crediticias similares a los países miembros de esta organización, a pesar de tener un alto porcentaje de moneda extranjera (53,8%) en su estructura de deuda.

Gráfico 2. Proporción de la deuda pública bruta en moneda extranjera en los países integrantes de la OCDE y el Perú



Fuente: MEF y Fitch Ratings.
Elaboración propia.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

En relación con los países con grado de inversión similar al de Perú, el 50% de estos países tienen una deuda pública bruta en moneda extranjera que representa el 33,0% del total de su deuda. De manera comparativa, el Perú se ubica en niveles de deuda pública bruta en moneda extranjera por encima del 75% de estos países con grado de inversión. Cabe indicar que, en el año 2019 previo a la pandemia, Perú se encontraba cerca de la mediana de los países (32,0%), sin embargo, debido al incremento de las necesidades de financiamiento en los años 2020 y 2021, esta proporción aumentó desde 34,1% (2019) a 56,4% (2021).

Gráfico 3. Proporción de la deuda pública bruta en moneda extranjera en los países con grado de inversión



Fuente: MEF y Fitch Ratings.
Elaboración propia.

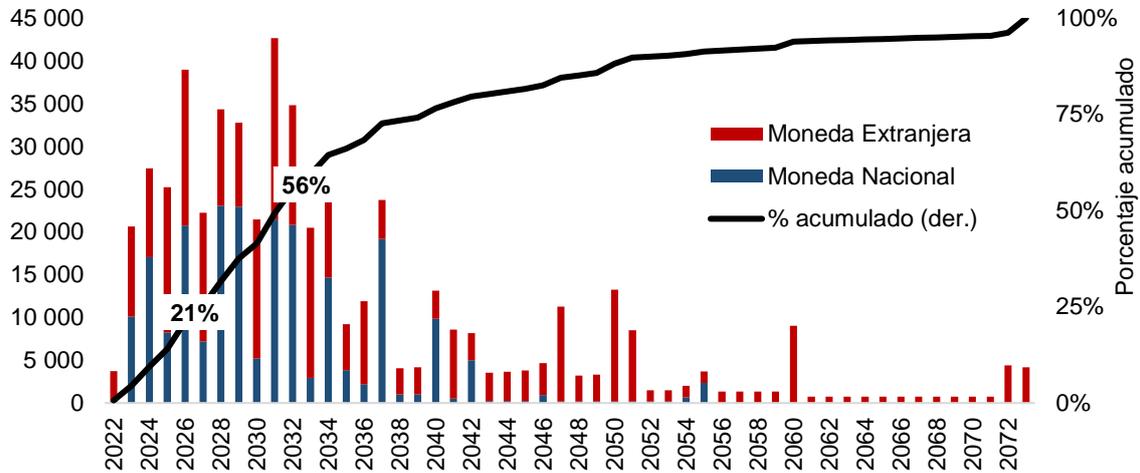
Riesgo de concentración y de mercado

El perfil del servicio de la deuda pública bruta para el periodo 2022-2026 representa aproximadamente el 21% del servicio total, mientras que los próximos 10 años (hasta el año 2032) concentran el 56% de los flujos totales de deuda. Asimismo, los años en los que existe mayor concentración del servicio de deuda pública bruta, se deben a la redención de los instrumentos de mercado, tanto bonos soberanos en soles, como globales en dólares y euros, que representan el 85% del portafolio de deuda del SPNF. Dada la estructura de plazos de estos instrumentos, se ha generado un alargamiento del periodo promedio para el pago de las obligaciones de la República que se refleja en el indicador de la vida media, cuyo nivel al cierre de agosto de 2022 es de 12,9 años.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

Gráfico N° 14. Perfil del servicio de la deuda pública bruta del SPNF

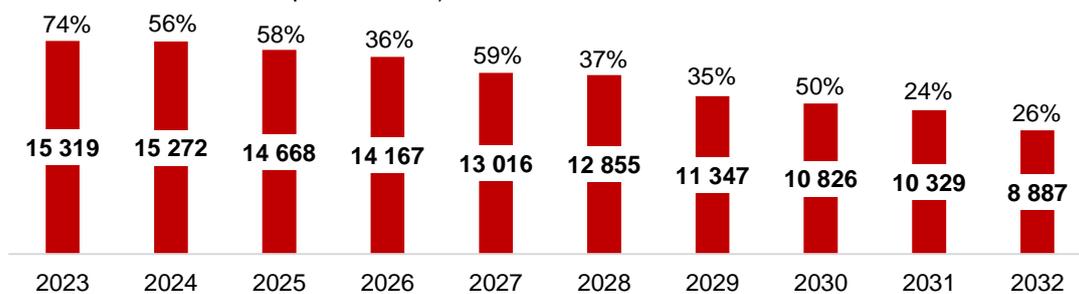
(Millones de S/ y % del total)


 Fuente: DGTP - MEF.
 Elaboración propia.

Asimismo, la carga financiera de la deuda pública bruta del SPNF es uno de los aspectos que el Tesoro Público evalúa, buscando reducir la presión financiera y el riesgo de concentración. En este sentido, se estima que, en los próximos 10 años, los intereses como porcentaje del total del servicio de la deuda pública bruta oscilará entre 24% y 74%, niveles que responden principalmente a la estructura de pagos de los bonos soberanos y globales (ver Gráfico N° 15).

Gráfico N° 15. Presión financiera de la deuda pública bruta del SPNF

(Tamaño de la barra indica los montos en millones de S/, también se muestran los intereses como % del total del servicio de la deuda pública bruta)


 Fuente: DGTP - MEF.
 Elaboración propia.

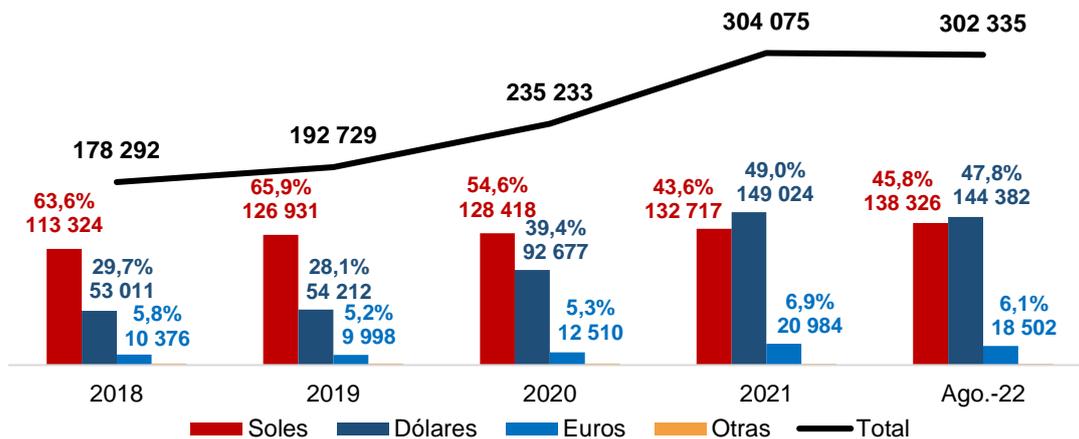
La carga financiera de la deuda del SPNF representa el 7,3% de los ingresos corrientes del Gobierno General en el 2023. De acuerdo con los estimados en el Marco Macroeconómico Multianual 2023-2026, este porcentaje baja a 6,8%, 6,1% y 5,6% para los siguientes años hasta el 2026.

Por su parte, el incremento de la deuda en moneda extranjera producto de las condiciones financieras internacionales, en medio de un contexto altamente volátil, ha ocasionado que el riesgo cambiario se incremente, toda vez que el mercado local de deuda pública durante los años 2020 y 2021 no pudo cubrir las necesidades de financiamiento del gobierno, por lo que se tuvo que recurrir al

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
 “AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
 “AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

mercado internacional. Asimismo, se concertaron créditos principalmente en dólares estadounidenses y a tasas de interés variable.

Gráfico N° 16. Deuda pública bruta del SPNF por moneda
 (Millones de S/ y % del total)



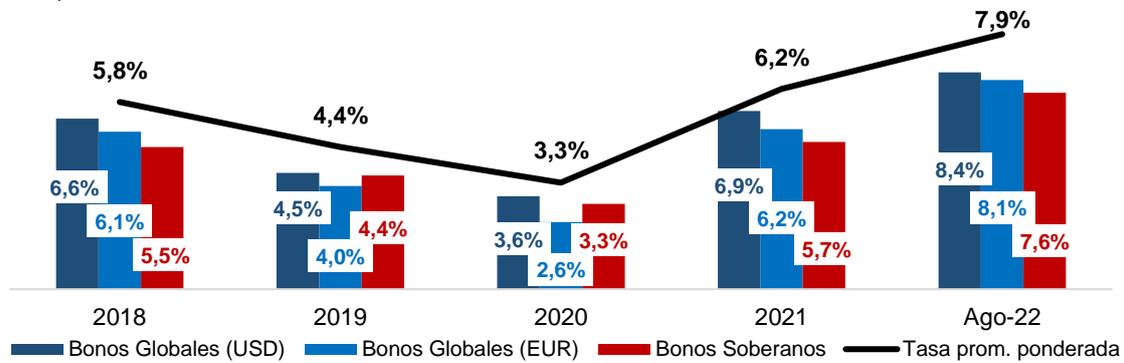
Fuente: DGTP - MEF.
 Elaboración propia.

Por otro lado, se utilizó el VaR del servicio de la deuda pública bruta del SPNF, como una métrica para evaluar cómo fluctuaciones de tasas de interés y tipos de cambio pueden afectar la atención del servicio de la deuda. El VaR histórico para un horizonte de un año, al 95% de confianza, da como resultado que la pérdida máxima de las tasas de interés en moneda extranjera alcance los S/ 1 281,32 millones (0,49% del total del servicio) y S/ 15 738,2 millones (6,0% del servicio), para el caso del VaR cambiario. Se espera que el indicador se reduzca en la medida que se mantenga un equilibrio entre las emisiones en moneda local y en moneda extranjera y que se realicen operaciones de administración de deuda (OAD), a fin de reducir la exposición a choques externos o internos que generen variaciones en el tipo de cambio.

El rendimiento de los títulos emitidos por el Tesoro se ha incrementado, en línea con las condiciones vigentes del mercado, llegando hasta un 7,6% en promedio para los instrumentos en moneda local. El incremento de la tasa de rendimiento de este tipo de financiamiento responde principalmente al mayor grado de incertidumbre de los mercados financieros como consecuencia de la guerra entre Rusia y Ucrania y la inflación que ha obligado a un cambio en la postura de política monetaria de los países.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

Gráfico N° 17. Tasa de rendimiento promedio ponderado en soles de los bonos emitidos por el Tesoro
(En %)



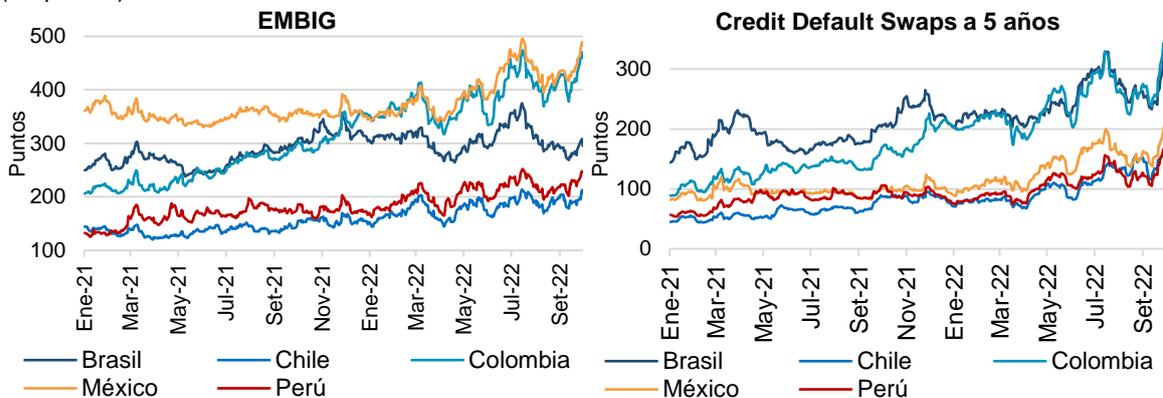
Fuente: DGTP - MEF.
Elaboración propia.

Riesgo de crédito

El volátil contexto internacional y las condiciones financieras llevaron a que el apetito por riesgo por parte de los inversionistas haya tenido una tendencia a la baja a lo largo de 2022. Los indicadores de riesgo país también muestran este comportamiento; en el caso del *Emerging Markets Bond Index Global* (EMBIG), Chile y Perú se mantienen con los niveles menores entre los países LA5. Este indicador para Perú pasó de 170pbs, registrado a fines del 2021, a 246pbs al cierre del tercer trimestre de este año. El EMBIG de Chile, en tanto, aumentó de 153pbs a 208pbs en el mismo periodo. Por su parte, los Credit Default Swaps (CDS) a 5 años, muestran la misma tendencia, siendo el Perú el segundo país de la región que ha tenido una menor variación en este indicador, manteniéndose en un nivel aún atractivo para los inversionistas extranjeros. Hacia adelante, el proceso de reacomodo de la economía ante el giro de la política monetaria a un ciclo alcista de tasas que sería la “nueva normal” llevará a los mercados a un proceso de normalización y por tanto a medida que los riesgos empiecen a disminuir, el costo de financiamiento medido a través del CDS de cada país empezaría también a bajar.

Gráfico N° 18. Indicadores de riesgo país para los países LA5

(En puntos)



Fuente: DGTP - MEF.
Elaboración propia.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

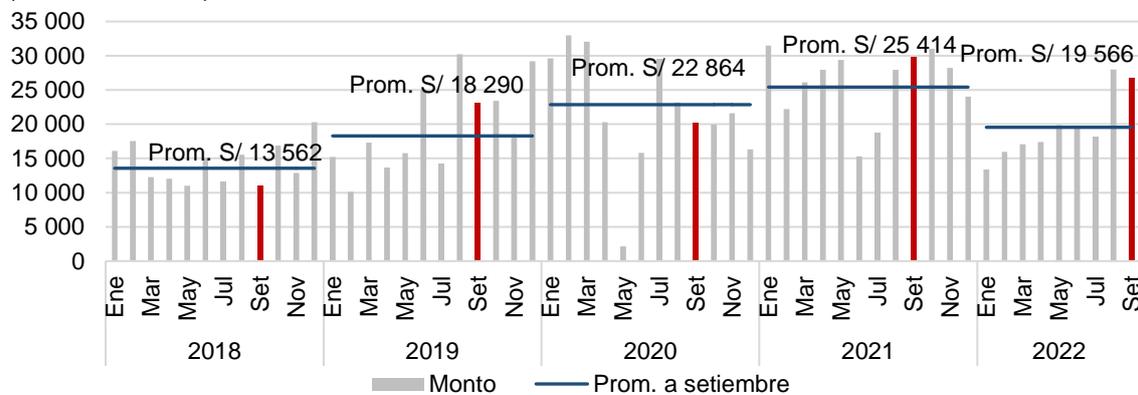
Riesgo de liquidez

Desde el año 2021, el mercado de deuda pública local ha perdido liquidez, ante el sentimiento generalizado de aversión al riesgo en los mercados financieros. En el 2022 esta tendencia se ha mantenido principalmente en el primer semestre y ante la reducción gradual en la liquidez disponible debido a las medidas de política monetaria adoptadas, la consecuencia natural ha sido una menor dinámica en este mercado. Hasta octubre de este año, se han realizado 33 subastas en el mercado primario, llegando a un monto de adjudicación de S/ 5 364,3 millones, que representa el 17,6% del monto establecido en la Ley Anual de Endeudamiento para el 2022.

No obstante, se ha observado un mayor dinamismo a partir del segundo trimestre del año, evidenciado por la mayor demanda en las subastas ordinarias de bonos del Tesoro y tasas de rendimiento de adjudicación menores a la tasa vigente en el mercado secundario. Además, a partir del tercer trimestre de 2022 se está observando una mayor demanda y montos adjudicados, aunque el promedio a setiembre aún se encuentra por detrás de 2020 y 2021. Sin embargo, de acuerdo con el cronograma de subastas programadas para el 2022, se estima que la mayor liquidez del mercado de valores de deuda pública permitiría absorber las proyecciones de financiamiento pendientes de emitir.

Gráfico N° 19. Montos negociados de bonos soberanos en el mercado secundario

(En millones de S/)



Fuente: Datatec.
Elaboración propia.

Así, el saldo de los bonos soberanos en circulación, en valor nominal, es de S/ 134 633 millones al cierre del tercer trimestre del año, mientras que los títulos subastados corresponden a los bonos soberanos de la parte media y larga de la curva (hasta 20 años); con un promedio de tasas de adjudicación menor en 1pbs con respecto a la tasa de rendimiento en el mercado secundario en la fecha de subasta. Pese a la menor captación de fondos debido a la menor liquidez en el mercado local, el ratio de cobertura de las emisiones, entendido como la relación entre el monto demandado y el monto adjudicado en las subastas de bonos se ha mantenido elevado¹⁶.

¹⁶ Para el primer trimestre del año, el ratio de cobertura fue, en promedio, 3,3 veces, para el segundo trimestre, de 3,2, mientras que para el tercer trimestre fue de 3,5 veces.

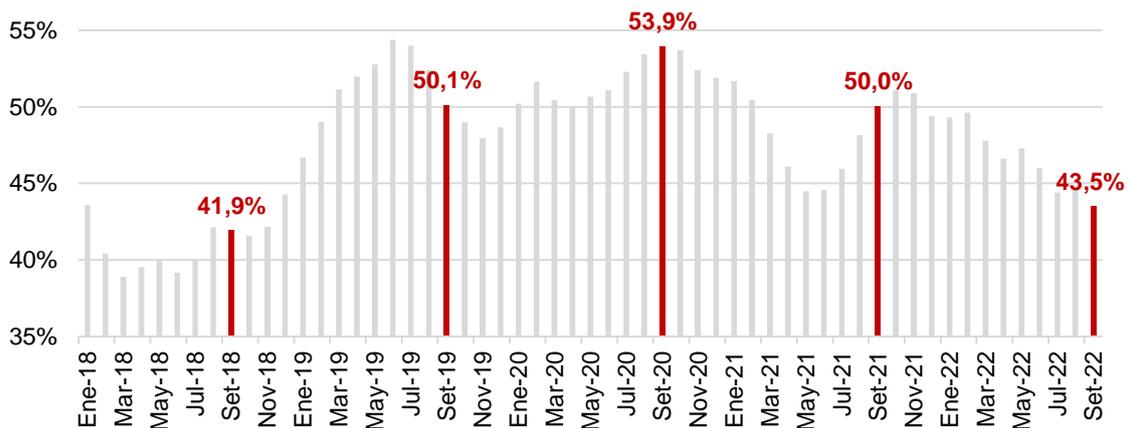
“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

Otros riesgos

Aunque la tenencia de bonos soberanos por parte de inversionistas no residentes es vista como una señal de confianza en los papeles de deuda peruanos y la solidez del manejo fiscal, también configuran un riesgo, ya que periodos de alta volatilidad en los mercados financieros usualmente se corresponden con una salida de capitales de mercados emergentes, que afectan los costos de endeudamiento de la República, situación que se vive desde el 2021.

En este sentido, los inversionistas no residentes han reducido sus posiciones en títulos del Tesoro principalmente en el primer semestre de 2022, ante menores flujos de inversión hacia las economías emergentes, debido a que han optado por otros tipos de activos seguros. Así, la tenencia de bonos soberanos por inversionistas no residentes ha caído a setiembre de 2022 a 43,5% (vs 44,7% m/m) a setiembre de 2022.

Gráfico N° 20. Tenencias de bonos soberanos por inversionistas no residentes
(En %)



Fuente: DGTP - MEF.
Elaboración propia.

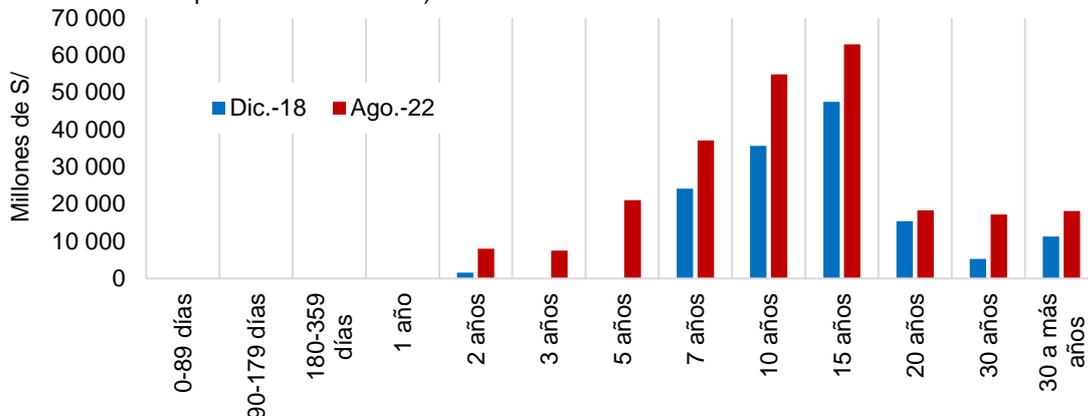
Por su parte, inversionistas institucionales locales han aumentado su posición en bonos soberanos, que llega a 56,5% a setiembre. No obstante, se debe indicar que los sucesivos retiros de fondos de pensiones, aprobados desde el 2020 han propiciado incrementos temporales en las tasas de rendimiento de los bonos, esto debido a la reducción marginal en el año de la posición de tenencias de las AFP, las cuales a la vez han limitado su demanda por títulos del Tesoro de mediano y largo plazo.

De otro lado, el indicador de liquidez a lo largo de las curvas de referencia muestra una marcada concentración en el mediano y largo plazo. Este indicador mide el monto de principal emitido según su vencimiento en los segmentos clave de las curvas de referencia, incluyendo las emisiones de bonos soberanos, bonos globales y bonos VAC, añadiendo información sobre la profundidad relativa del mercado en cada nodo de la curva. En ese sentido, la República ha emitido deuda de mercado con mayor concentración entre los 7 y 15 años, que representan el 63,2% del saldo de la deuda de bonos.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

Gráfico N° 21. Liquidez a lo largo de las curvas de referencia

(En millones de S/ por cada vencimiento)


 Fuente: DGTP - MEF.
Elaboración propia.

3.3 Posición de la deuda pública neta del SPNF

La deuda pública neta, a nivel del SPNF, está compuesta principalmente por 72,3% de dólares y 15,8% de soles. Esto se debe principalmente al cambio en la composición que sufrió el portafolio de pasivos del SPNF desde el año 2020 y que se agudizó en el 2021, periodos en los que la República, por el menor dinamismo del mercado doméstico de deuda pública, accedió a los mercados de capitales externos para tomar endeudamiento en moneda extranjera en condiciones financieras más favorables. Asimismo, la posición de activos financieros en soles es significativa, lo que reduce la posición neta en soles.

Tabla N° 8. Evolución de la posición de la deuda pública neta

(En millones de S/ y % del total)

Por monedas	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Ago-22
PEN	62,4%	70,8%	41,2%	17,1%	15,8%
USD	19,8%	14,1%	48,9%	70,5%	72,3%
EUR	16,3%	13,7%	9,2%	11,9%	11,4%
JPY	1,4%	1,2%	0,6%	0,4%	0,4%
Otras	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
TOTAL	62 966	72 442	134 886	175 135	160 939

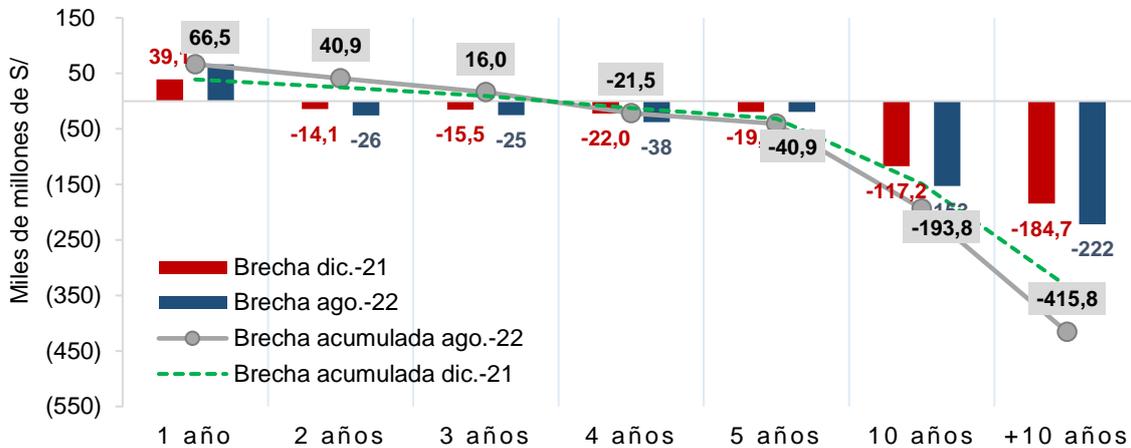
 Fuente: DGTP – MEF.
Elaboración propia.

Excedentes y brechas de liquidez

Hasta agosto del 2022, la brecha de liquidez se ha ampliado hasta -S/ 415,8 mil millones (vs. -S/ 333,6 mil millones a fines de 2021) debido a que se tienen vencimientos de pasivos a muy largo plazo, mientras que los de los activos son a corto plazo, es por esta razón que la brecha a 1 año es positiva (mayor concentración de activos financieros en esta banda de tiempo), pero de 2 a más años, esta se vuelve negativa, aunque la brecha acumulada recién se vuelve negativa a partir de los 4 años. Este análisis se realiza por ventanas de tiempo y de manera acumulada.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

Gráfico N° 22. Brecha acumulada total por bandas de tiempo (*)
(En miles de millones de S/)



Fuente: DGTP - MEF.

Elaboración propia.

(*) Este análisis tiene la cobertura del Gobierno Central.

Riesgo de tipo de cambio de la posición de deuda pública neta

La pérdida máxima para la posición de la deuda pública neta del SPNF, debido a volatilidad en el tipo de cambio, se estima en S/ 15 793,0 millones (9,8% de la deuda pública neta total). Esto medido a través del VaR¹⁷, para un horizonte de un año, al 95% de confianza. Asimismo, el CVaR o la pérdida esperada dado que se ha superado la pérdida máxima dada por el VaR, para el mismo horizonte y nivel de confianza, es de S/ 23 119,8 millones (14,4% del total de deuda pública neta). Los resultados a diciembre de 2021 y a agosto de 2022 muestran un aumento substancial del VaR y CVaR respecto a los cierres de los años anteriores, producto del incremento de los pasivos en dólares y a la alta volatilidad de los tipos de cambio el último año¹⁸.

IV. IMPLEMENTACIÓN DE LA ESTRATEGIA DE GESTIÓN INTEGRAL DE ACTIVOS Y PASIVOS (EGIAP)

4.1 Marco referencial para la gestión de activos y pasivos

Los lineamientos para la gestión de los activos y pasivos financieros constituyen el marco de referencia para todas las entidades en el ámbito del SPNF, los mismos que fueron inicialmente establecidos en la Estrategia del 2014-2017 y actualizados en la EGIAP de 2018, con el objetivo de promover la estabilidad, continuidad e institucionalidad de la política financiera, buscando la gestión adecuada de la deuda pública y de la tesorería de acuerdo con las buenas prácticas internacionales. Los cambios implementados buscan alinear el rol de la Dirección General del Tesoro Público en la gestión de los activos y pasivos financieros del SPNF, como órgano rector de los Sistemas Nacional de Endeudamiento y de Tesorería, sin perder de

¹⁷ Tanto para el VaR como para el CVaR se utilizó data diaria de un periodo histórico de 4 años.

¹⁸ Los montos de Var y CVaR son de S/ 2 162,3 millones y S/ 3 089,6 millones para 2018; S/ 1 796,0 millones y S/ 2 646,8 millones para 2019; S/ 5 978,0 millones y S/ 9 274,8 millones para 2020; y S/ 13 737,7 millones y S/ 22 417,5 millones para 2021.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

vista el objetivo principal de la EGIAP: *“un manejo responsable y sostenible de las finanzas públicas, minimizando el costo de los pasivos y maximizando el rendimiento de los activos, sujeto al nivel de riesgo máximo establecido por los lineamientos para la gestión global de activos y pasivos, para lo cual se debe profundizar el desarrollo del mercado de valores de deuda pública en moneda local como principal medio para cubrir los temporales requerimientos financieros derivados de la gestión de la deuda, el ahorro y la tesorería”.*

A continuación, se presentan los lineamientos:

- a. Fortalecer el mercado de valores de deuda pública en soles con un perfil adecuado de vencimientos.
- b. Articular la ejecución del financiamiento del Presupuesto Público a la planificación financiera.
- c. Promover la eficiencia en el uso de los Fondos Públicos por medio de la fungibilidad y la prelación en el uso de las fuentes de financiamiento.
- d. Mantener reservas de liquidez, líneas de crédito contingentes o explorar otros instrumentos financieros que permitan enfrentar situaciones de inestabilidad financiera.
- e. Rentabilizar los Fondos Públicos y reducir el costo de su liquidez.
- f. Evaluar alternativas para mitigar los riesgos fiscales identificados y su efecto sobre las finanzas públicas.
- g. Fortalecer la sistematización de la pagaduría en el Sector Público y la generación de información financiera oportuna, confiable, segura y completa.

Recuadro 2. Gestión de los activos y pasivos soberanos: Una mirada conceptual

Una visión integrada de la hoja de balance soberana (SALM¹, por sus siglas en inglés) permite evaluar, de manera comprensiva, la exposición a los que están sujetos los pasivos o la deuda neta del Gobierno.

En ese sentido, el Banco Mundial (2021) indica que existen beneficios de tener una visión completa de la hoja de balance del Gobierno; por un lado, permite tener un mejor entendimiento de los activos del sector público, y la efectividad con la que se están gestionando; por otro lado, refuerza la política fiscal, pues permite hacer una evaluación más completa respecto al impacto de las políticas públicas en las finanzas públicas, además de contribuir a identificar de manera más efectiva los efectos tanto en los activos como en los pasivos.

Asimismo, el Banco Mundial, citando a Yousefi (2019), señala que una hoja de balance sólida ayuda a que los países experimenten periodos recesivos menos intensos y apoya en la recuperación. La lógica detrás es que los países que tienen un mejor conocimiento de su hoja de balance y los activos con los que cuenta, contribuye a implementar políticas contracíclicas. Un tercer beneficio de este *approach* es que permite una mejor identificación y gestión de los riesgos financieros.

La consolidación de los activos y pasivos del Gobierno Central y otras entidades públicas pueden ayudar a reconocer descalces que pueden ser manejados a nivel agregado del Gobierno, reduciendo la necesidad de gestionar los riesgos a nivel de institución. Asimismo, permite identificar coberturas naturales, es decir, calzar obligaciones en moneda extranjera con activos financieros en la misma moneda, eliminando la exposición al riesgo cambiario.



**“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”**

Cangoz, Boitreaud y Dychala (2018) encontraron que, de un grupo de 28 países que implementaron SALM, casi todos lo hicieron para hacer un mejor seguimiento de la posición financiera del Gobierno, así como para conocer la posición neta del soberano. Solo un cuarto de los respondientes indicaron que buscaban determinar o evaluar potenciales descalces entre activos y pasivos.

Por su parte, Blommestein y Koc (2008) muestran que la gestión de los activos y pasivos soberanos va más allá de la identificación de los componentes financieros de esta, al respecto, indican que los principales componentes de la hoja de balance del Gobierno General abarcan también componentes no financieros. El principal componente es el cash y sus equivalentes, los autores señalan que incluye depósitos en el banco central y en cuentas bancarias domésticas operadas por agencias del gobierno y liquidez en moneda extranjera invertida por la oficina de deuda; el valor presente de ingresos y gastos se refiere al valor descontado de estos flujos; las inversiones en empresas públicas son las participaciones parciales o totales en estas por parte del gobierno; inversiones en infraestructura está compuesto por propiedades y bienes raíces. Por su parte, el valor presente de los pasivos contingentes incluye los pasivos implícitos y explícitos que se convertirán en pasivos firmes ante la ocurrencia de eventos específicos.

Cangoz, Boitreaud y Dychala (2018), citando a Wheeler (2004) y Koc (2014), presenta la hoja de balance teórica:

Activos	Pasivos
Activos financieros	Pasivos financieros
Cash y equivalentes	Deuda del gobierno
Reservas internacionales	Depósitos de autoridades locales y bancos comerciales
Fondos soberanos	
Créditos a otras agencias de gobierno	
Activos no financieros	Pasivos futuros
Valor neto de las empresas públicas	Gastos fiscales
Inversiones en infraestructura	Déficits del sistema de seguridad social
Activos futuros	Pasivos contingentes
Ingresos fiscales	
Cuentas por cobrar	

De esta manera, la gestión integrada de activos y pasivos soberanos obliga a que los gobiernos se enfoquen no solo en las obligaciones actuales, sino tenga una visión completa de la deuda neta, y los activos y pasivos, de tal manera que apoye en la toma de decisiones. Asimismo, permite evaluar el riesgo al que está expuesto el Gobierno y las herramientas de gestión a su disposición para mitigarlo. Finalmente, se considera importante caminar hacia una mejor comprensión de la hoja de balance soberana, viendo más allá de los instrumentos financieros y analizar la inclusión de otros no financieros, en un horizonte de mediano plazo.

Referencias:

Blommestein, Hans y Fatos Koc Kalkan: 2008. *Sovereign Asset and Liability Management*. Forum Financier.
Cangoz, Coskun, Sebastien Boitreaud y Christopher Dychala: 2018. *How Do Countries Use an Asset and Liability Management Approach?* Working Paper. Washington, DC: Banco Mundial.
Fondo Monetario Internacional: 2021. *Fiscal Monitor: Managing Public Wealth*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional.
2021. *The Impacts of Disaster Risk on Sovereign Asset and Liability Management*. EFI Insight – Finance, Competitiveness and Innovation with Macroeconomics, Trade and Investment. Washington, DC: Banco Mundial.

¹ Sovereign Asset and Liability Management.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

4.2 Gestión de los activos y pasivos financieros del SPNF

La hoja de balance del SPNF está estructurada de la siguiente manera:

Tabla N° 9. Hoja de balance del SPNF por tipo de instrumento al 31.08.2022
(En millones de S/)

Activos		Pasivos	
Activos financieros		Pasivos financieros	
Efectivo y equivalentes	114 766	Bonos soberanos	135 577
Bonos soberanos	5 572	Bonos globales	121 074
Bonos corporativos	3 033	Otros bonos	2 535
Otros instrumentos de renta fija	834	Créditos a organismos internacionales	34 416
Inversiones en fondos de inversión	6 006	Créditos al Club de París	3 180
Inversiones en fondos mutuos	3 128	Otros créditos	5 553
Otros instrumentos de renta variable	3 184		
Cuentas por cobrar	4 859		
Otros activos	14		
Total activos financieros	141 396	Total pasivos financieros	302 335
		Deuda neta	-160 939
TOTAL	141 396	TOTAL	141 396

Fuente: DGTP – MEF.
Elaboración propia.

En los últimos años, se han hecho importantes esfuerzos para ampliar la cobertura del nivel de gobierno a los que alcanzaba la EGIAP, pasando de un análisis del Gobierno Central, hacia el SPNF. Estos esfuerzos también han implicado la obtención de información oportuna y confiable sobre los instrumentos financieros que componen los activos y pasivos financieros.

Asimismo, el análisis de la situación de los activos y pasivos financieros se ha fortalecido con la evaluación de la deuda pública neta del SPNF, así como de los riesgos financieros a los que están expuestos. No obstante, estos progresos no deben ser entendidos como el final del avance en el análisis de la gestión integrada de activos y pasivos soberanos (SALM, por sus siglas en inglés), sino como la continuación de un proceso de mejora continua bajo el cual se tiene un mejor entendimiento de lo que significa hacer SALM desde el Tesoro Público. En este sentido, desde el Tesoro Público se continuará buscando ampliar la información de los instrumentos financieros que componen la hoja de balance del SPNF y el análisis de los riesgos a los que está expuesta.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

La gestión de los activos financieros se enmarca en los Decretos Legislativos N° 1436¹⁹ y 1441²⁰. En este sentido, la Dirección General del Tesoro Público (DGTP), como ente rector del Sistema Nacional de Tesorería, tiene diversas herramientas para gestionar los fondos públicos.

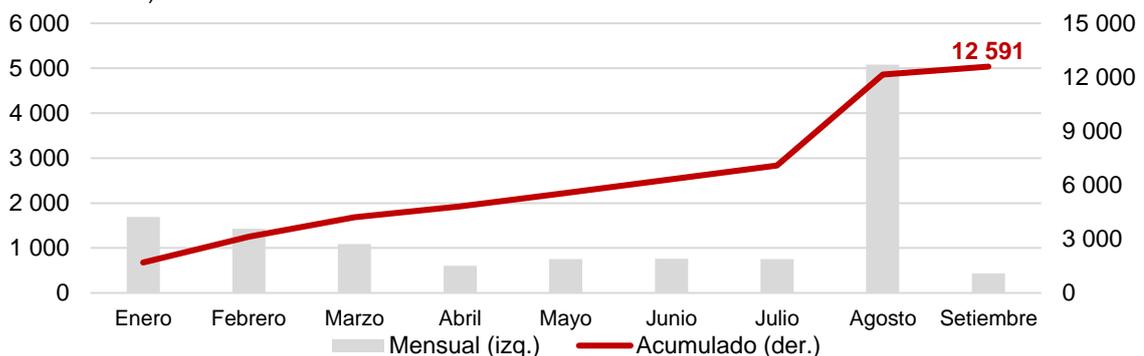
La gestión de liquidez consiste en garantizar la disponibilidad de fondos públicos necesarios para atender las obligaciones contraídas con los recursos recaudados o percibidos. En este marco, se implementa el principio de fungibilidad a través de un mecanismo de liquidez, que consiste en gestionar los recursos que se mantienen en la CUT de forma íntegra (sin considerar la fuente de financiamiento de procedencia de los recursos), a fin de afrontar descalces temporales de caja y asegurar la atención de las obligaciones programadas.

Asimismo, a través de la aplicación de este principio, se puede solventar gastos previstos de la fuente de financiamiento ROOC a través de bonos soberanos; mediante esta gestión, el Tesoro Público puede reducir costos financieros. De la misma manera, la DGTP está facultada a utilizar los mecanismos de apoyo financiero temporal, utilizando los fondos conformantes de la CUT, independientemente de la fuente de financiamiento definida por la clasificación presupuestaria, la Reserva Secundaria de Liquidez (RSL) y los saldos provenientes de la colocación de Letras del Tesoro Público (LTP), de ser el caso, en el marco del principio de fungibilidad.

Como se ha explicado, las condiciones financieras de 2022 no han sido favorables para realizar de operaciones de endeudamiento a través de emisiones de bonos en los montos previstos, que permitan financiar el presupuesto público. En ese sentido, a través del principio de fungibilidad se suple temporalmente los recursos que no han sido obtenidos mediante emisiones de bonos.

Gráfico N° 23. Aplicación del principio de fungibilidad en el 2022

(En millones de S/)



Fuente: DGTP – MEF.
Elaboración propia.

¹⁹ En el numeral 10.2 del artículo 10 del Decreto Legislativo N° 1436, Decreto Legislativo Marco de la Administración Financiera del Sector Público, establece lo siguiente:

“Artículo 10.- Sistema Nacional de Tesorería

(...)

10.2 El Sistema Nacional de Tesorería tiene por finalidad la estructuración del financiamiento del presupuesto del Sector Público, la gestión de activos financieros del Sector Público No Financiero y los riesgos fiscales del Sector Público, de manera integrada con el Sistema Nacional de Endeudamiento Público.”

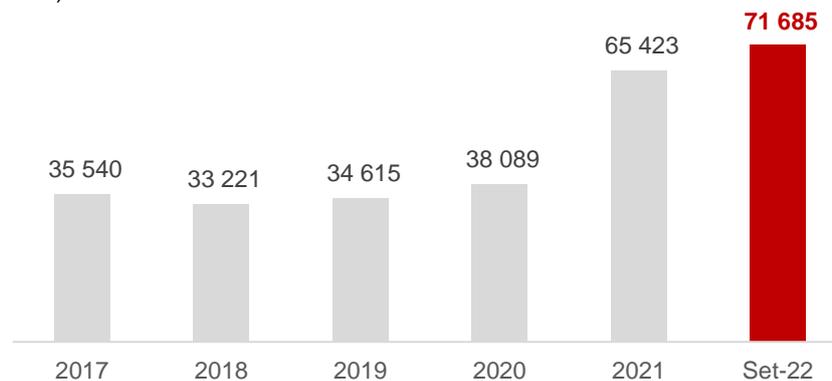
²⁰ Decreto Legislativo del Sistema Nacional de Tesorería.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

La evolución de la CUT entre el 2017 y 2020 se mostró estable, con un incremento acumulado de 7,2% en el periodo; sin embargo, en el 2021 y setiembre de 2022 se observan algunas variaciones que ameritan explicación. En el 2021, se experimentó un escenario de auge de precio de los commodities a nivel mundial, que junto con el pago extraordinario de impuesto a la renta de algunas empresas, impactaron positivamente en los ingresos por la fuente de financiamiento Recursos Ordinarios (RO); mientras que para setiembre de 2022, se aprecia un incremento explicado principalmente por la exitosa campaña de Declaración de Impuesto a la Renta 2021, así como a los aún favorables niveles de precios de commodities internacionales y al desempeño favorable de la actividad económica local durante el primer semestre de 2022. Por su parte, el saldo de “Fondos y otros” se incrementa por los saldos de la RSL, que corresponden al saldo de libre disponibilidad del ejercicio 2021 y a los intereses generados a setiembre 2022.

Gráfico N° 24. Evolución de la Cuenta Única del Tesoro

(En millones de S/)



Fuente: DGTP - MEF.

Elaboración propia.

En el marco de la gestión de liquidez, la RSL es una herramienta que, ante determinadas circunstancias, brinda liquidez para atender oportunamente las obligaciones contraídas de acuerdo a ley por parte de las entidades autorizadas. Así, la RSL está constituida por los recursos de libre disponibilidad del Tesoro Público al cierre de cada año fiscal, los cuales se emplean para cubrir descalces estacionales o déficits de caja. Además, el saldo acumulado de la RSL no puede exceder del 1,5% del PBI nominal del año que corresponda. A setiembre de 2022, el saldo de la RSL asciende a S/ 13 312 millones, importe que incluye intereses generados durante el presente año por S/ 232 millones.

La utilización de la RSL, en el marco del principio de fungibilidad, permite proveer cobertura financiera de manera temporal e, incluso, en supuestos distintos al temporal, cuando se trata de necesidades de cobertura financiera en la fuente de financiamiento Recursos por Operaciones Oficiales de Crédito (ROOC).

Asimismo, la República puede hacer uso de la gestión de liquidez²¹, para la atención de las necesidades de financiamiento del presupuesto. Su utilización

²¹ Basada en el principio de fungibilidad establecido en el Decreto Legislativo N° 1441, Decreto Legislativo del Sistema Nacional de Tesorería.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

permite reducir el ritmo de endeudamiento si las condiciones financieras no son favorables, y eliminar la necesidad de tener recursos de endeudamiento sin utilizar y que acarreen costos financieros adicionales. No obstante, los recursos provenientes de la fungibilidad tienen que ser devueltos, por lo que aún existe un riesgo de refinanciamiento que deberá ser controlado a través de la emisión de deuda en momentos necesarios sin entrar en la acumulación innecesaria de liquidez.

Por otro lado, se han previsto facultades adicionales a la RSL para fortalecer la gestión de liquidez, como:

- Proveer de financiamiento para la atención de los gastos considerados en la Ley Anual de Presupuesto del Sector Público, siempre que los ingresos percibidos por la fuente de financiamiento RO sean menores a los considerados en el Presupuesto Inicial de Apertura del mismo año fiscal por dicha fuente.
- Brindar cobertura financiera en el marco del principio de fungibilidad.
- Restituir, al cierre del año fiscal, los recursos utilizados en el marco del principio de fungibilidad de fondos públicos conformantes de la CUT distintos a la RSL.
- Financiar operaciones de administración de deuda.
- Realizar inversiones en instrumentos financieros del Tesoro Público en el mercado local o internacional, con la finalidad de contribuir con la Gestión Integral de los Activos y Pasivos Financieros.

Recuadro 3. Ejercicio teórico para implementar un modelo de optimización para la gestión de activos

Los excedentes temporales de liquidez de la CUT en soles han sido colocados mayormente en depósitos a la vista y depósitos a plazo. De manera similar, los excedentes temporales de liquidez de cuentas en dólares han sido colocados mayormente en depósitos a la vista y depósitos a plazo.

Para este ejercicio, se considera que la administración se debe realizar mediante dos portafolios, uno de excedentes en soles y uno en dólares. Asimismo, cada uno de estos portafolios se subdividirá en dos carteras: a) una cartera de liquidez, que vendría a garantizar las necesidades de caja, y b) una cartera de inversión, la cual sería susceptible al proceso de optimización planteado.

Como instrumentos elegibles de una política de inversión tentativa para la cartera de inversión en soles y dólares, se consideró los siguientes instrumentos:

Inversión en soles	Inversión en dólares
Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y a la vista; y depósitos a plazo	
Títulos valores representativos de deuda, emitidos por la República del Perú	
Títulos valores representativos de deuda, emitidos por empresas del Sistema Financiero	
Operaciones de reporte en soles o dólares, respectivamente	
	Títulos valores representativos de deuda, emitidos por Gobiernos y supranacionales

Para los efectos de la implementación de este ejercicio, se utilizará el modelo Black-Litterman, que permite al inversionista incorporar sus expectativas acerca del

**“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”**

comportamiento futuro del mercado al proceso de optimización de portafolio. Cabe precisar algunos puntos importantes para este ejercicio: (1) el horizonte de tiempo para la inversión será de un año; y (2) se consideran tres activos riesgosos para el caso de soles, y cinco activos riesgosos para el caso de dólares.

A continuación, se presenta el portafolio actual que se mantiene en soles y el portafolio óptimo sugerido para la cartera en soles. El portafolio óptimo sugerido para la cartera en soles podría arrojar una rentabilidad de aproximadamente 5,75%, lo cual es superior a la rentabilidad del portafolio actual de 5,57%

Clase de activos	Situación actual	Portafolio óptimo sugerido
Depósito soles	100,00%	85,00%
Soberanos		7,5%
Repo soles		7,5%
Rentabilidad	5,57%	5,75%

De la misma manera, se presenta el portafolio actual que se mantiene en dólares y el portafolio óptimo sugerido para la cartera en dólares. El portafolio óptimo sugerido para la cartera en dólares podría arrojar una rentabilidad de aproximadamente 1,78%, superior a la rentabilidad del portafolio actual de 1,34%.

Clase de activos	Situación actual	Portafolio óptimo sugerido
Depósito dólares	100,0%	82,5%
B. globales		7,5%
US Treasuries		0,0%
Multilaterales		0,0%
Repo dólares		10,0%
Rentabilidad	1,34%	1,78%

Finalmente, se debe tener en cuenta que este es un ejercicio teórico, y representa un paso importante en la gestión de los activos financieros. No obstante, su implementación requiere el desarrollo de lineamientos y directivas que orienten los excedentes temporales de liquidez de la CUT.

Por su parte, la gestión de los pasivos se enmarca en los principios y lineamientos de la Administración Financiera del Sector Público²², el Sistema Nacional de Endeudamiento Público²³ y el Sistema Nacional de Tesorería²⁴. En este sentido, la gestión de la deuda pública y del endeudamiento en el Perú abarca dos ejes importantes:

²² Aprobado mediante Decreto Legislativo N° 1436. El numeral 3.1 del artículo 3° del D.L. N° 1436 establece entre sus lineamientos: “3. La gestión integrada de activos y pasivos financieros, y gestión de riesgos fiscales, a través de los Sistemas Nacionales de Tesorería y de Endeudamiento Público”.

²³ Aprobado mediante Decreto Legislativo N° 1437.

²⁴ El numeral 7.1 del artículo 7°, Integración intersistémica, del Decreto Legislativo N° 1441 establece lo siguiente: “El Sistema Nacional de Tesorería, a través de su ente rector, mantiene coordinación e interrelación con los Sistemas Administrativos del Sector Público, especialmente con el Sistema Nacional de Endeudamiento Público, para el cumplimiento de su finalidad y asegurar la adecuada coherencia normativa y administrativa”.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

- (i) La obtención de recursos de endeudamiento de diversas fuentes²⁵, que permiten financiar parte del presupuesto de la República, y la atención del servicio de deuda, en fiel cumplimiento de las reglas fiscales²⁶;
- (ii) La gestión de los riesgos financieros a los que está expuesta la deuda pública; mediante la ejecución de OAD, cuya implementación depende del contexto financiero favorable.

La gestión de la captación de recursos de endeudamiento se realiza principalmente a través de instrumentos financieros de mercados como la emisión de bonos soberanos en moneda local y los bonos globales en moneda extranjera, y créditos de organismos multilaterales o fuentes bilaterales. Los bonos soberanos en moneda local se emiten en el mercado de capitales doméstico, en el marco del Programa de Creadores de Mercado, de acuerdo con el cronograma incluido en la EGIAP. También pueden ser colocados en el mercado de capitales internacional de manera similar a los bonos globales en moneda extranjera.

En los años previos al 2020, estas subastas se realizaron con regularidad y a un costo financiero enmarcado en el ciclo de tasas de mercado bajas. A partir del año 2021, el contexto financiero internacional cambió, debido a la incertidumbre sobre las posturas monetarias de los principales bancos centrales, producto de la persistente inflación y la incertidumbre sobre la salud de la economía global. Esto generó mayor volatilidad en los mercados financieros que ya anticipaban el inicio de un ciclo alcista de tasas, lo que terminó afectando a los mercados de renta fija, especialmente a la moneda local de mercados emergentes.

En este contexto, las economías como la peruana tuvieron que recurrir al mercado internacional para captar recursos, principalmente en moneda extranjera. Ello implicó un cambio en la composición por moneda de la deuda peruana, como se ha explicado en secciones previas. De la misma manera, la República ha optado por tomar créditos con organismos multilaterales y bilaterales ante un mercado doméstico de deuda pública más restrictivo.

En el caso de la gestión del servicio de la deuda pública se realiza a través de herramientas de planificación y presupuesto, que permitan mantener los niveles de liquidez adecuados a lo largo del año fiscal, en cumplimiento de la Ley de Presupuesto del Sector Público para el año fiscal vigente y las reglas macro fiscales.

La gestión del endeudamiento y de la deuda guarda estrecha relación con la política fiscal; en el MMM 2023-2026, la declaración de política fiscal establece lo siguiente:

- Compromiso con la sostenibilidad fiscal en consistencia con el retorno gradual a las reglas fiscales de mediano plazo, lo cual permitirá contribuir a la estabilidad macroeconómica del país.

²⁵ Ya sea a través del acceso al mercado de capitales local e internacional mediante la emisión de bonos soberanos y globales y la concertación de créditos con organismos multilaterales y bilaterales.

²⁶ Establecidas en la Ley N° 31541, Ley que dispone la adecuación a las reglas macrofiscales para el SPNF, al contexto de reactivación de la economía y el Decreto Legislativo N° 1276, Decreto Legislativo que aprueba el Marco de la Responsabilidad y Transparencia Fiscal del SPNF.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

- Incrementar los ingresos fiscales permanentes, mediante una política tributaria que permita mejorar y mantener la recaudación tributaria.
- Impulsar la inversión pública de calidad, con adecuada gestión y que permita cerrar brechas de infraestructura, priorizando la inversión pública para mejorar la productividad, generar empleo y promover el crecimiento económico.
- Mejorar la eficiencia y calidad del gasto público, a fin de maximizar el impacto de las políticas públicas y obtener ahorros que se puedan redirigir a recomponer los activos financieros e intervenciones prioritarias.
- Impulsar el fortalecimiento de la gestión fiscal de los gobiernos subnacionales, promoviendo la capacidad de recaudación de los ingresos propios y una gestión eficiente de la deuda subnacional.

Asimismo, la sostenibilidad fiscal está relacionada con el cumplimiento de las reglas fiscales²⁷. Tanto la sostenibilidad fiscal como los sólidos fundamentos macroeconómicos hacen que la deuda pública bruta del Perú se mantenga moderada y sea menos vulnerable a los riesgos financieros, llevando a que en una coyuntura como la actual el incremento de los rendimientos de los bonos soberanos estén alineados al contexto.

En este sentido, el MMM 2023-2026 establece los requerimientos de financiamiento del SPNF²⁸; que para el 2022 representan el 2,9% del PBI y se estiman en 3,2% del PBI en 2026. El aumento que se ha dado en los niveles de endeudamiento en años previos representa por tanto un aumento en el servicio de la deuda, por lo que las amortizaciones entre el 2024 y 2026 crecerán.

Tabla N° 10. Requerimientos financieros del SPNF 2023 -2026

(En millones de S/)

Año	Déficit	% del PBI	Amortizaciones	% del PBI	Total (Déficit + amortizaciones)	% del PBI	Intereses	% del PBI
2022	23 324	2,5	4 261	0,4	27 585	2,9	14 639	1,5
2023	25 204	2,4	6 067	0,6	31 270	3,0	16 519	1,6
2024	22 042	2,0	12 972	1,2	35 013	3,2	17 949	1,6
2025	17 524	1,5	12 263	1,1	29 787	2,6	19 587	1,7
2026	12 806	1,0	26 176	2,1	38 982	3,2	21 482	1,8

Fuente: DGPMDF – MEF.

Elaboración propia.

Nota: Las necesidades de financiamiento están alineados con los objetivos de la política fiscal, incluyendo el cumplimiento de las reglas macro fiscales.

Se prevé que, en el 2023, las fuentes de financiamiento externas se reduzcan a 26%, desde 42% de 2022 y que el resto de los requerimientos se financie mediante fuentes internas. No obstante, puede existir una diferencia entre las necesidades estimadas y las ejecutadas. Esta diferencia, se debe no solo a que las actuales condiciones financieras han propiciado un cambio en la estructura del endeudamiento, sino también a que el Tesoro Público ha formado ahorros que le han permitido reducir la presión para captar recursos en los mercados de capitales. Adicionalmente, la aplicación del principio de fungibilidad ha permitido generar un endeudamiento menor al proyectado, dado que este mecanismo permite realizar una cobertura financiera temporal para los descalces temporales y/o estacionales de

²⁷ De acuerdo con lo estipulado en los artículos 2 y 3 de la Ley N° 31541, Ley que dispone la adecuación a las reglas macrofiscales para el SPNF, al contexto de reactivación de la economía.

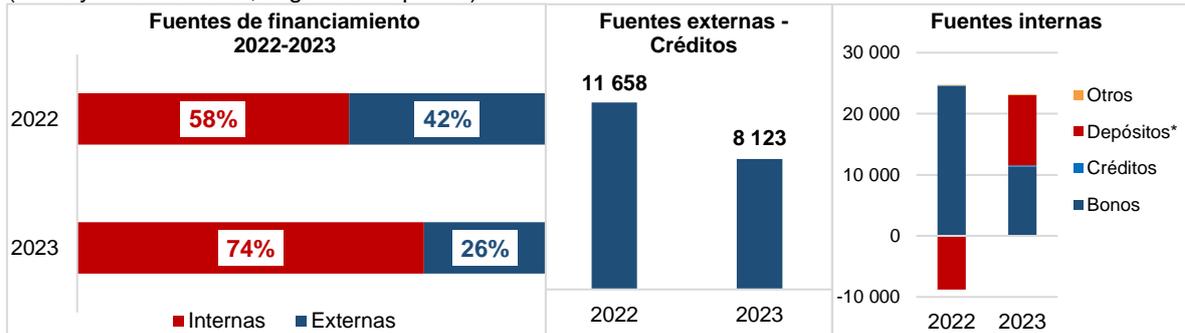
²⁸ Incluye amortización y déficit fiscal.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

caja, ayudando a gestionar mejor la liquidez, brindando apoyo financiero cuando las condiciones de mercado no son favorables a los intereses de la República, y menor costo financiero al disminuir los niveles de endeudamiento por debajo de lo requerido.

Gráfico N° 25. Fuentes de financiamiento 2022-2023

(En % y millones de S/, según corresponda)



Fuente: DGPMDF – MEF.

Elaboración propia.

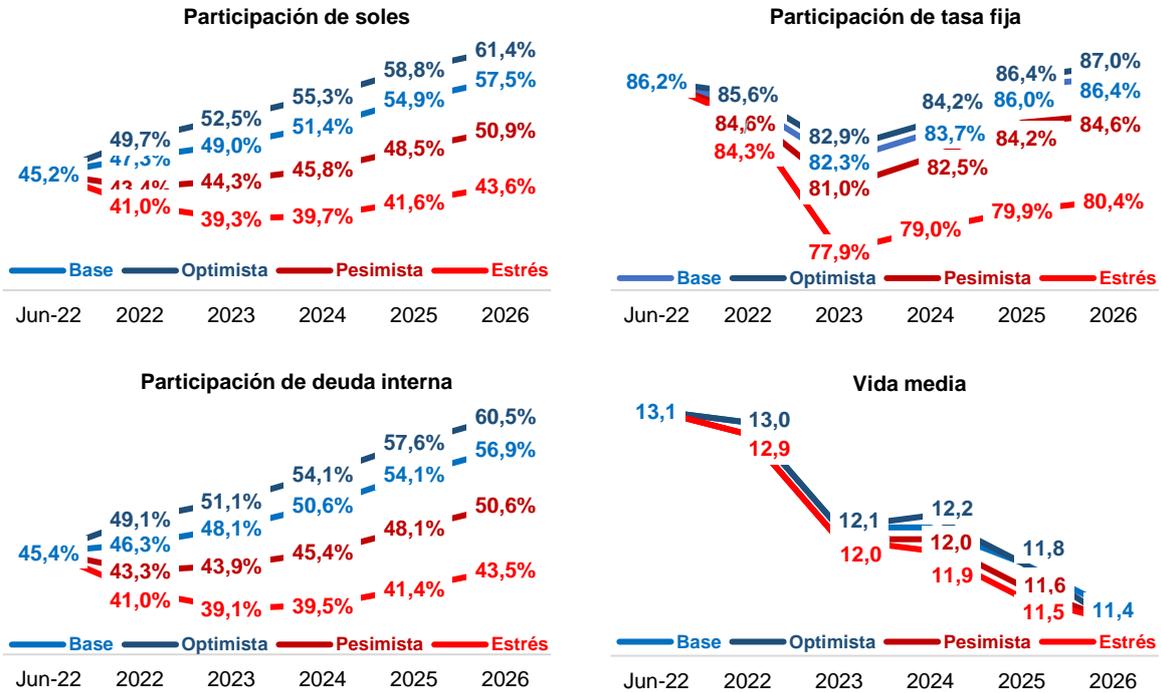
* Valores positivos indican uso de depósitos y valores negativos indican acumulación de depósitos.

Se ha evaluado la proyección de la deuda pública bruta del SPNF en línea con los requerimientos financieros previstos en el MMM 2023-2026 considerando las posibles fuentes de financiamiento y su impacto en los indicadores de seguimiento de la deuda pública, para lo cual se han corrido cuatro escenarios determinísticos (base, optimista, pesimista y de estrés), a fin de sustentar el rango de metas cuantitativas referenciales de endeudamiento y administración de deuda 2023-2026, con valores mínimos y máximos dentro de los cuales deberían configurarse los distintos indicadores de riesgo de la deuda pública bruta del SPNF.

Estos escenarios suponen cambios favorables o adversos de las variables macroeconómicas, el probable comportamiento del mercado financiero y su impacto en las condiciones en las que se accedería a los montos de financiamiento previstos, la orientación de la política de endeudamiento y la posibilidad de realizar algunas OAD para mejorar la relación costo-riesgo de la deuda pública. Las metas que se establecen están supeditadas a la evolución de estas variables y su cumplimiento dependerá de las condiciones prevaletientes en el mercado, la viabilidad contractual y la oportunidad para implementar algunas de las operaciones de manejo de deuda propuestas, la continuidad de la estabilidad macroeconómica interna y la situación del contexto internacional.

Los resultados de algunos indicadores de seguimiento de la deuda bruta del SPNF que se alcanzarían al cierre de los siguientes años, bajo los supuestos de los 4 escenarios mencionados, se muestran a continuación.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

Gráfico N° 26. Algunos indicadores de la deuda bruta del SPNF


Fuente: DGTP – MEF.
Elaboración propia.

El siguiente cuadro muestra las proyecciones referenciales para algunos indicadores de riesgo del portafolio de pasivos públicos que se esperaría alcanzar al cierre de 2026, consistentes con la estrategia de la deuda pública bruta del SPNF orientada fundamentalmente a reducir la exposición a los riesgos de mercado y de refinanciamiento, sobre los resultados del escenario base y pesimista.

Cuadro N° 11. Proyecciones de indicadores de la deuda pública bruta del SPNF al cierre de 2026

Indicador	Diciembre 2022 1_/	Rango al cierre de diciembre de 2026
Porcentaje de soles en el saldo bruto	45,2%	50,9% - 57,5%
Porcentaje de deuda a tasa fija nominal en el saldo bruto	86,2%	84,6% - 86,4%
Porcentaje de deuda interna en el saldo bruto	45,4%	50,6% - 56,9%
Vida media (años)	13,1	11,3 - 11,4
Reprecio medio (años)	12,5	10,7 - 10,9
Concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses 2_/	0,9%	5,2% - 4,4%
Porcentaje del flujo de financiamiento en moneda local 3_/	54,7%	59,5% - 68,9%

Fuente: DGTP – MEF.

1_/ Cifra preliminar.

2_/ Indicador que mide la presión más inmediata de pagos.

3_/ Incluye el financiamiento de las operaciones de administración de deuda.

Por otro lado, de acuerdo con la evaluación realizada de los riesgos a los que está expuesto el portafolio de pasivos financieros del SPNF, es de especial atención el riesgo de refinanciamiento y cambiario, debido al cambio en la composición por monedas de la deuda en los últimos años. La República tiene una gestión activa de los riesgos financieros que exponen a la deuda. En este sentido, se buscan ventanas de oportunidad para gestionar el perfil de vencimientos, y reducir en los años en los que la concentración del servicio se considera elevada.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

Es por ello que el MEF evalúa constantemente realizar OAD bajo la modalidad de intercambio y/o recompra de bonos globales y soberanos, a fin de reducir el riesgo de refinanciamiento de los próximos años, así como el riesgo cambiario y de tasas de interés del servicio de la deuda. Sin embargo, en un contexto de incremento de tasas de interés a nivel mundial y menor liquidez en los mercados de renta fija, estas oportunidades se han vuelto más escasas. Asimismo, parte de la deuda es concertada en moneda extranjera mediante préstamos con organismos multilaterales, cuyos contratos permiten convertir la deuda a moneda local mediante una o varias OAD bajo las modalidades de conversión de deuda. Existe también la OAD a través de cobertura de deuda en moneda extranjera mediante la utilización de swaps de monedas para reducir la exposición cambiaria.

Se espera que hacia el segundo semestre de 2023 se logre controlar la inflación en el Perú y, por ende, entrar en una fase de política monetaria neutral, otorgando señales más claras a los mercados financieros. En ese sentido, es necesario monitorear los riesgos más importantes a los que se enfrenta la República hasta ese periodo de estabilización, en el cual se podría tener mejores ventanas de oportunidad para implementar las herramientas idóneas en el marco de la gestión de la deuda.

Recuadro 4. Ejercicio para la aplicación de un modelo de optimización para la gestión de pasivos financieros

Se realizó un ejercicio cuantitativo, aplicando un modelo de optimización de pasivos financieros basado en la metodología de Markowitz que apunta a optimizar la estructura de la deuda basándose en los costos y riesgos de las estrategias para financiar los requerimientos financieros de los próximos 4 años. En este, se recogen experiencias de diversos países como Canadá, Dinamarca, Nueva Zelanda, Colombia y Brasil en las que comparan posibles estrategias de financiamiento a partir del costo y riesgo. La metodología estándar de estos países es utilizar simulaciones de las variables macroeconómicas y financieras sobre un horizonte de mediano o largo plazo, lo cual permite capturar el riesgo de refinanciamiento de la deuda.

El modelo está dividido en tres etapas:

1. La simulación de Monte Carlo, en la que se explora una variedad de estrategias de financiamiento para atender las necesidades de los próximos años, asumiendo que las estrategias adoptadas se mantienen constantes dentro del horizonte de análisis. Cada estrategia se analiza en función al costo y riesgo.
2. De acuerdo con el diagrama de dispersión generado en la primera etapa, se estima la relación entre los pesos asignados a cada uno de los tipos de deuda admisible.
3. Finalmente, se aplica el modelo de optimización para hallar la frontera eficiente de financiamiento, el cual toma como base la metodología del Banco de Canadá (Bolder y Deeley, 2011), estimando dos regresiones lineales sobre el costo y riesgo de estrategias con respecto a los pesos en cada instrumento.

Para la implementación del modelo, se utiliza información de los requerimientos financieros presentados en el MMM 2023-2026; inflación anual; tipo de cambio; información de mercado

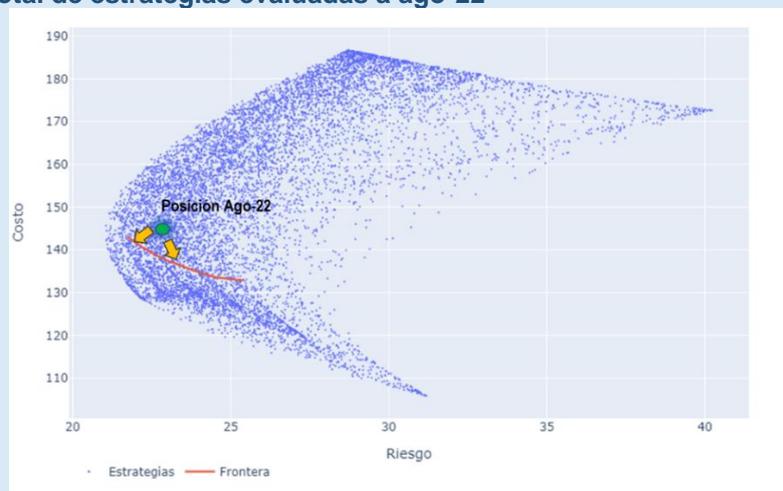
“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

de las curvas cupón cero, incluyendo la curva soberana en soles, curva soberana en dólares y curva swap de la tasa libor en dólares; forwards y factores de descuento.

Previo al desarrollo de los cálculos, se optó por realizar 2 ejercicios de modelamiento: uno basado en bonos soberanos, VAC y globales; y otro basado solo en bonos soberanos y globales. Sin embargo, se escogió ampliar el desarrollo y análisis considerando el segundo modelo debido a que el mercado de bonos VAC posee una reducida liquidez, lo que podría distorsionar las estrategias a considerar.

Con los inputs actualizados en el modelo, se procede con el cálculo del valor de cada una de las estrategias plausibles en función de su costo y riesgo. Para ello, se consideró un universo de 10 000 estrategias iteradas 1 000 veces, lo que se presenta en un gráfico de puntos.

Gráfico 1. Total de estrategias evaluadas a ago-22



A través de un proceso econométrico, se generará una frontera eficiente (línea roja del Gráfico 1) que brindará las combinaciones de estrategias más eficientes a la que debería apuntar el Tesoro Público (círculo verde del Gráfico 1) para tomar nueva deuda de manera óptima y cubrir los requerimientos de financiamiento futuros establecidos anualmente. Las restricciones establecidas para la construcción de esta frontera serán: un peso de 25% de deuda en soles, un mínimo de 3 instrumentos en soles y un mínimo de 3 instrumentos en otras monedas.

La posición actual del MEF (punto verde) que implica financiar la nueva deuda bajo la misma estructura actual sería una posición no óptima de acuerdo con el modelo de optimización. Es así como el objetivo deseado sería transitar hacia la frontera eficiente donde se hallarán las estrategias óptimas para la toma de deuda. Sin embargo, existirá un *trade-off* entre costo y riesgo por cada estrategia elegida.

Con fines analíticos, la frontera eficiente fue dividida en 10 segmentos donde a cada uno le corresponderá un tipo de estrategia que implicará una combinación porcentual de los distintos instrumentos financieros con que cuenta el Tesoro para financiar los requerimientos de deuda. Así, con información a agosto 2022, las estrategias de bajo riesgo se centran en emisiones de largo plazo 20 a 30 años (~80%), mientras a mayor riesgo, implicaría emitir bonos con vencimientos máximo de 15 años.

Las nuevas estructuras de las estrategias eficientes a agosto 2022 incorporan la alta volatilidad de tasas de rendimiento de los instrumentos de deuda, así como el tipo de cambio a raíz de las expectativas en el mercado por el fuerte incremento de la tasa de referencia de la Fed y

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

del BCRP producto de un incremento considerable de la inflación a nivel global en un escenario post pandemia.

Las estrategias óptimas brindan diferentes tipos de estructuras de financiamiento con la emisión de bonos soberanos y globales de acuerdo con las condiciones del mercado de deuda local e internacional, las que son cambiantes en relación con la coyuntura y las expectativas de los inversionistas. La adopción de la estrategia dependerá del nivel de aceptación del riesgo a incurrir, así como de otras variables externas al modelo de optimización.

De acuerdo con el perfil conservador del Tesoro, las estrategias de bajo riesgo tendrían una mayor aceptación en caso de adoptarse. Sin embargo, el alto costo que implicarían a raíz de mayores intereses a pagar para periodos de mayor plazo (~20 a 30 años) podrían impulsar a una evaluación de estrategias con instrumentos de menores tasas cupón.

El Tesoro Público cuenta con una gama de instrumentos de deuda tanto de mercado como a través de créditos. Sin embargo, el modelo solo ha recogido aquellos que provienen del mercado de capitales local e internacional como los bonos soberanos y los bonos globales, debido a que se transan en mercados líquidos, a excepción de los bonos VAC que tienen menor liquidez en el mercado secundario.

4.3 Retos para el periodo de vigencia de la estrategia

Uno de los objetivos del Tesoro Público es disponer del conocimiento y las herramientas necesarias que le ayuden a posicionarse como una institución moderna, alineada a las mejores prácticas internacionales en materia de la gestión de los activos y pasivos financieros del SPNF. La actualización anual de la EGIAP tiene este propósito, para lo cual viene planteando retos vinculados a acciones que deben implementarse con el fin de avanzar para este fin. Los retos pueden trascender a más de un periodo de vigencia de la EGIAP, por lo que se pueden actualizar en las nuevas versiones. De esta manera, los retos planteados para el periodo de vigencia de la EGIAP 2023-2026 son los siguientes:

a. Fortalecer la gestión de liquidez y tesorería

Continuar con los esfuerzos para optimizar la gestión de la liquidez en el corto plazo. El contexto macroeconómico y financiero vigente requiere continuar con la gestión activa de la liquidez del Tesoro para cubrir las necesidades financieras de la República, considerando las limitaciones existentes en los mercados de capitales, particularmente el doméstico.

Promover la utilización de las herramientas de gestión de liquidez, que permitan complementar las fuentes de financiamiento relacionadas al endeudamiento público, para reducir el costo de oportunidad de los recursos y contribuir con la trayectoria de consolidación de la deuda pública.

b. Continuar con la modernización del Tesoro Público

Proveer al Tesoro Público de nuevos instrumentos técnico - operativos de acuerdo con los estándares internacionales y plataformas tecnológicas que le permitan desarrollar sus funciones de forma más eficiente, controlada, segura e integrada con los sistemas tecnológicos, en el marco de las acciones

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

orientadas a la mejora continua y modernización del Tesoro Público es un proyecto de largo plazo y muestra el compromiso con la mejora continua de su gestión.

Eliminar progresivamente las formas de pago que puedan generar riesgo operativo y reputacional, en la perspectiva del uso universal de medios electrónicos tanto en la pagaduría a cargo de las entidades del Estado como en la pagaduría de los usuarios a las entidades del Estado.

- c. Mayor efectividad en la estructuración de la planificación financiera para efectos de la formulación del presupuesto público

Consolidar y sistematizar la información para la estructuración financiera, que se prepara anualmente para la Programación Multianual del Presupuesto y la elaboración del Marco Macroeconómico Multianual.

Mejorar la gestión financiera con cargo a los recursos que administra el Tesoro Público, para optimizar la disponibilidad de recursos a ser rentabilizados.

- d. Fortalecer la gestión de la deuda pública

Reforzar la liquidez del mercado secundario de bonos soberanos, a través de la implementación de diferentes herramientas que se encuentran en proceso de desarrollo. La reciente salida de inversionistas de papeles de deuda pública a nivel global también ha afectado a los mercados emergentes, incluyendo a Perú. Contribuir al desarrollo del mercado de deuda pública doméstico, aunque es un proceso de mediano y largo plazo, ayudará a mantener los niveles de liquidez apropiados para que sea una fuente de financiamiento confiable.

Gestionar los riesgos financieros a los que está expuesta la deuda pública, evaluando constantemente ventanas de oportunidad para implementar operaciones para reducir el riesgo de refinanciamiento, así como otros riesgos financieros; asimismo, aprovechar la oportunidad para contribuir a la solarización de la deuda, siempre que las condiciones de mercado lo permitan.

Complementar el financiamiento del Presupuesto Público priorizando una estructura de deuda sostenible que equilibre los riesgos financieros con las exigencias y oportunidades del mercado de valores. La estrategia de financiamiento debe ser monitoreada a través de los indicadores de deuda y evaluar acciones que permitan mitigar sus riesgos financieros, como el riesgo cambiario y de concentración.

Continuar impulsando la emisión de bonos ESG, asociando los recursos captados con proyectos y programas que generen impactos positivos sobre el medio ambiente y la sociedad en general, a través del acceso equitativo y de calidad a los servicios de salud, vivienda, y educación, entre otros. Estas emisiones se harán con cargo a los montos de endeudamiento y de administración de deuda aprobados en la Ley Anual de Endeudamiento del año fiscal correspondiente u otra norma legal.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

e. Fortalecer la gestión de activos y pasivos financieros

Proponer mejoras en los lineamientos que guían la gestión de activos y pasivos financieros del Tesoro Público y de las entidades del SPNF; teniendo en cuenta la viabilidad de su implementación y monitoreo, en línea con las buenas prácticas internacionales relacionadas a la gestión de las finanzas públicas.

Fomentar el calce de los activos financieros en moneda extranjera con las obligaciones que se generen en la misma moneda, a fin de mitigar el riesgo cambiario en la atención del servicio de la deuda pública.

Reforzar la relación entre la gestión de activos y pasivos financieros y la política fiscal, buscando apoyar la consolidación y sostenibilidad de la deuda pública y del déficit fiscal.

f. Mejorar la gestión integral de los riesgos fiscales

Desarrollar lineamientos y metodologías para cada uno de los riesgos fiscales establecidos en el Decreto Legislativo N° 1441. Esto permitirá al Gobierno contar con instrumentos de gestión definidos para todos los riesgos fiscales contemplados en la normativa vigente, asimismo, servirá de guía a los órganos del MEF y entidades externas (FONAFE y Presidencia del Consejo de Ministros - PCM), en su calidad de responsables de la gestión de los riesgos fiscales.

Contar con mecanismos de mitigación de riesgos ante eventos de desastres naturales. Evaluar permanentemente la viabilidad de contar con mecanismos financieros de retención de riesgo para atender la emergencia generada por la ocurrencia de desastres naturales, así como de instrumentos de transferencia de riesgo. De esta manera se contribuirá a reducir el impacto fiscal que podría generar la materialización de este tipo de eventos, al mejorar la capacidad de respuesta del Gobierno.

Fortalecer los mecanismos de monitoreo y control de la posible materialización de los pasivos contingentes, con el fin de minimizar su impacto en las finanzas públicas (entre los que se cuentan las garantías otorgadas a los Programas creados para enfrentar a la pandemia). De esta manera, será posible contar con una mayor predictibilidad sobre las necesidades futuras de financiamiento para cubrir eventuales honramientos de las garantías otorgadas.

4.4 Acciones estratégicas

a. Fortalecer la gestión de la liquidez y la tesorería

Continuar con la racionalización de cuentas bancarias, para facilitar el seguimiento de los flujos de ingresos de los Fondos Públicos y realizar una mejor gestión de estos. Esto permitirá identificar los saldos inmovilizados que puedan



“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

ser centralizados en la CUT y reducir el costo de oportunidad de los recursos, en el marco del principio de Unidad de Caja del Sistema Nacional de Tesorería.

Implementar procedimientos operativos para el adecuado y oportuno uso y restitución de los fondos empleados a través del mecanismo de gestión de liquidez.

Implementar el uso de los nuevos mecanismos de utilización de la RSL, lo que permitirá gestionar contingencias, proveer liquidez al Tesoro Público y financiar sus operaciones. De esta manera, la RSL permitirá brindar cobertura en el marco del principio de fungibilidad, financiar operaciones de manejo de pasivos e inversiones en instrumentos financieros del Tesoro Público, independientemente de la fuente de financiamiento en la cual se encuentre registrado el recurso financiero.

b. Continuar con la modernización del Tesoro Público

Promover la mejora en la gestión de la tesorería a través de la automatización de los sistemas de reportería, que generen información periódica, oportuna, confiable y pertinente, reduciendo así el riesgo operativo de su elaboración, de tal manera que contribuyan a la toma de decisiones sobre la gestión de la liquidez y los excedentes de caja.

Continuar impulsando el proceso de implementación del pago electrónico, como medio eficiente para reducir el riesgo operativo y reputacional del Tesoro, con especial énfasis en las zonas del país donde la infraestructura tecnológica sea deficiente.

c. Mayor efectividad en la estructuración de la planificación financiera para efectos de la formulación del presupuesto público

Promover la implementación y uso de un sistema unificado de las bases de datos que dan lugar a la consolidación de la información requerida para la estructuración financiera del Presupuesto Público y para la elaboración del Marco Macroeconómico Multianual.

Sistematizar los flujos de caja con información en tiempo real de la tesorería, que contribuya a la gestión financiera del Tesoro Público. Para tal fin, se requiere continuar la consolidación de los recursos que financian el Presupuesto Público, con el objetivo de tener una mejor gestión de las fuentes de financiamiento, en el marco del principio de Unidad de Caja del Sistema Nacional de Tesorería y las mejores prácticas internacionales.

d. Fortalecer la gestión de la deuda pública

Implementar herramientas para dinamizar el mercado de deuda pública doméstico, a través de fondos bursátiles en el marco del programa “Issuer-Driven ETF” del Banco Mundial y de las operaciones de préstamo de valores utilizando instrumentos de deuda pública.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

Realizar operaciones de manejo de pasivos, que permitan reducir el riesgo de refinanciamiento, cambiario y de tasa de interés. Aunque el contexto financiero no ha sido favorable para la renta fija, se deben considerar las diferentes alternativas para gestionar los riesgos a los que está expuesta la deuda, lo que incluye operaciones de conversiones y swaps.

Contribuir a la sostenibilidad de la deuda pública y la gestión de los riesgos financieros a los que está expuesta, a través del seguimiento periódico de las condiciones financieras y de riesgo de mercado a fin de aprovechar las ventanas de oportunidad para emitir instrumentos de deuda tanto en el mercado interno como externo.

Realizar las subastas de bonos soberanos de acuerdo con el cronograma de subastas y las condiciones de mercado, así como reiniciar las emisiones de Letras del Tesoro, con la finalidad de otorgar referencias en el mercado de valores local, tanto en la parte corta, media y larga de la curva soberana. Es necesario que el Tesoro Público continúe brindando referencias a través de la curva de bonos soberanos, la que se constituye como un bien público, en particular para el mercado financiero local.

En lo posible, cuando las condiciones de mercado así lo permitan, se deberá contemplar la emisión de bonos ESG. Para tal efecto, la República buscará emitir bonos verdes, sociales y/o sostenibles bajo el Marco del Bono Sostenible, aprobado mediante Resolución Ministerial N° 221-2021-EF/52.

e. Fortalecer la gestión de activos y pasivos financieros

Actualizar y aprobar los documentos de gestión que contribuyan a la aplicación de las prácticas globales en materia de gestión de activos y pasivos financieros, relacionados con el plan de inversión de los excedentes de caja del Tesoro Público, así como los lineamientos para la gestión global de activos y pasivos de las entidades del SPNF. Se debe contar con herramientas tecnológicas especializadas que den soporte al monitoreo de indicadores de gestión de activos y pasivos financieros.

Promover el uso de cobertura natural en el flujo de pago del servicio de deuda en moneda extranjera con flujos constituidos también en moneda extranjera de activos provenientes de la fuente RO, a fin de mitigar el riesgo cambiario, además de reducir el costo de oportunidad en el uso de los recursos disponibles.

Apoyar la trayectoria de consolidación de la deuda pública del SPNF y del déficit fiscal, a través de una gestión proactiva de los activos y pasivos financieros, de tal manera que se priorice la utilización de activos y limitar la concertación de recursos de endeudamiento no requeridos, en un contexto de mayores costos financieros y menor liquidez en los mercados de deuda, de considerarse pertinente.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

f. Mejorar la gestión integral de los riesgos fiscales

Continuar con la implementación de la gestión de los riesgos fiscales, según lo establecido en el Decreto Legislativo N° 1441, con la finalidad de contar con lineamientos y metodologías para la gestión de cada uno de los riesgos establecidos en la normativa vigente. Este desarrollo va a permitir al Gobierno monitorear permanentemente la posible materialización de los riesgos fiscales y su impacto en las finanzas públicas.

De la misma manera, culminar la actualización de la información requerida por la Herramienta de Gestión de Riesgos Fiscales (FRAT, por sus siglas en inglés) y ampliar su alcance a los otros tipos de riesgo.

Seguir fortaleciendo el portafolio de herramientas para la gestión de desastres naturales. Se debe contar con instrumentos financieros de retención como líneas de crédito contingentes, así como instrumentos de transferencia de riesgos, que puedan activarse ante la ocurrencia de desastres naturales. Por ello, se continuará impulsando el diseño de un instrumento de transferencia de riesgo para eventos hidrometeorológicos, de manera conjunta con los países miembros de la Alianza del Pacífico. Asimismo, se evaluará la posibilidad de contratar una cobertura de riesgo sísmico de manera individual a través de la emisión de un bono catástrofe por parte del Banco Mundial.

Monitorear la situación de los pasivos contingentes que pueden impactar en las finanzas públicas. Para este fin, se continuará informando periódicamente sobre los pasivos contingentes (explícitos e implícitos), cuya materialización podría afectar la situación de las finanzas públicas. Estos pasivos incluyen, entre otros, demandas judiciales, controversias internacionales, Asociaciones Público-Privadas, así como garantías otorgadas por el Gobierno Nacional, desastres naturales, crisis del sistema financiero, empresas públicas, etc. De esta manera, se podrá alertar sobre potenciales necesidades de recursos adicionales a los previstos y, de ser el caso, adoptar las medidas de mitigación que contribuyan a reducir su impacto.

4.5 Proyecciones 2023-2026

Dado los supuestos considerados para el análisis de los escenarios para proyectar los distintos indicadores de seguimiento de la deuda pública bruta, se prevé que los resultados del escenario base estarían más cerca de cumplirse, por lo que, referencialmente el análisis de la posición y de las proyecciones de la deuda bruta del SPNF se toma a partir de este escenario.

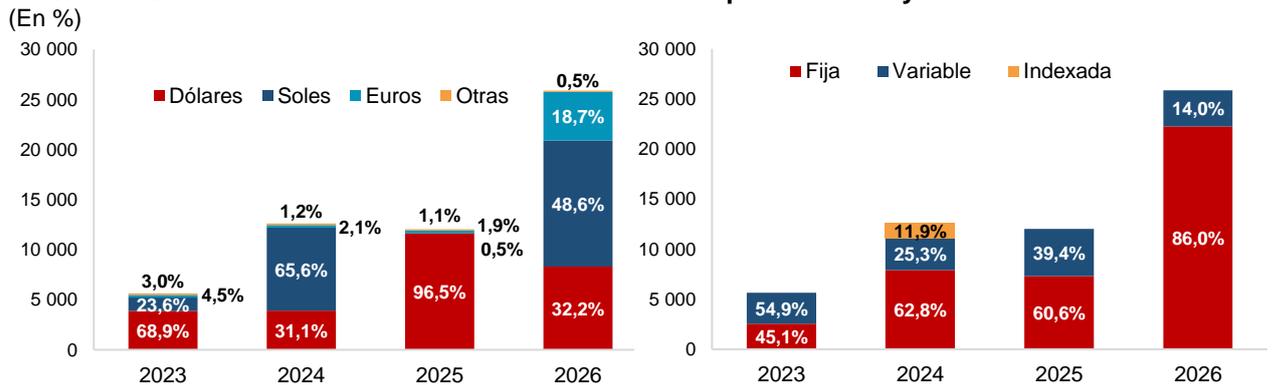
- Proyección del pago de amortizaciones de la deuda bruta del SPNF para los próximos 4 años

El pago de amortizaciones del año 2023 explica alrededor del 1,9% del total adeudado y el promedio de estas, hasta el año 2026, se ubica en alrededor del 2,8%. En términos relativos, la presión del pago del servicio de la deuda en el Presupuesto de la República pasará a fluctuar entre 10,0% y 14,7% de los ingresos anuales.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

Para el 2023, los pagos en moneda extranjera representan el 76,4%, siendo los dólares (68,9%) la principal moneda, mientras que para el periodo 2024-2026 los pagos en esta moneda son de aproximadamente 53,6%. En esa misma línea, en el año 2023 los préstamos a tasa de interés fija alcanzan el 45,1%, mientras que el 69,8%, en promedio, corresponde al período de los 3 años siguientes.

Gráfico N° 27. Vencimientos de la deuda bruta del SPNF por monedas y tasas de interés



Fuente: DGTP – MEF.
Elaboración propia.

- Proyección de la composición por plazo al vencimiento

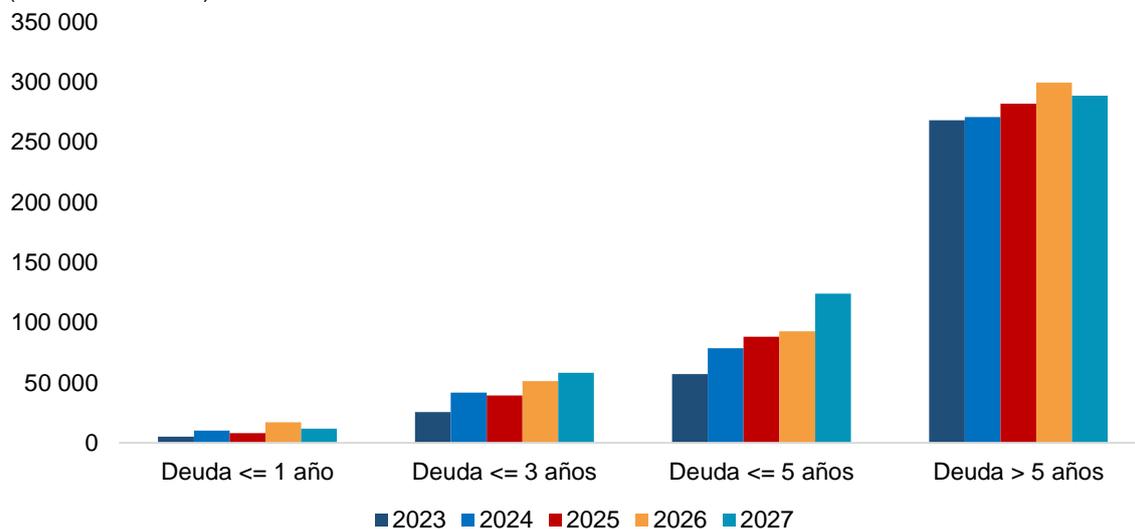
Se ha previsto que en la estructura de maduración de los préstamos vigentes y de aquellos que se esperan obtener en los próximos años, se incremente ligeramente en los plazos mayores a cinco años, aun cuando en el año 2027 esta concentración disminuye con relación al del año 2026. El efecto en la estructura de los vencimientos menores a 5 años, si bien es creciente, no denota una presión importante en la caja fiscal, existiendo siempre la posibilidad de realizar OAD para mitigarla aún más.

Así, en el escenario base el porcentaje de vencimientos de la deuda mayor a 5 años a diciembre de 2026 se proyecta en alrededor del 76,3%, posición relativa similar a lo observado en el rango previo. Los factores que explican esta situación están relacionados con las operaciones de administración de deuda, cuyos financiamientos suponen la emisión de bonos soberanos de mediano plazo. El indicador de vida media afianza esta posición en tanto se espera que en el escenario base al cierre del año 2026, se ubique en alrededor de 11,4 años.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

Gráfico N° 28. Plazo al vencimiento de la deuda bruta del SPNF

(En millones de S/)



Fuente: DGTP – MEF.
Elaboración propia.

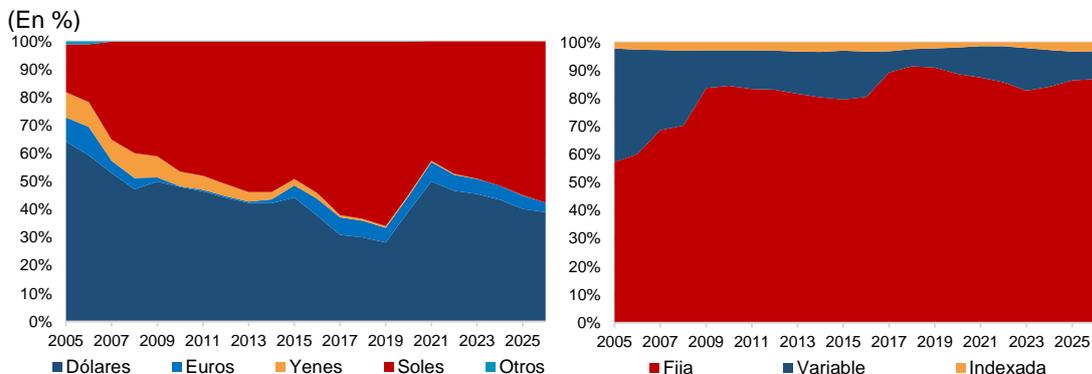
- Proyección de la composición por monedas y tasas de interés

La participación de la moneda local en el total de la deuda bruta se posicionaría en alrededor del 55% al cierre del año 2026, superior al que se alcanzaría en el año 2022 (46,8%). Al cierre de agosto de 2022 este indicador alcanzó el 45,8%. Como se ha mencionado previamente, la importancia de fortalecer este indicador es clave, en tanto se genera un círculo virtuoso, en la medida que, a mayor captación de recursos en moneda local, habrá una mayor participación del sol en la estructura de la deuda bruta (disminución del riesgo de tipo de cambio) y, por tanto, una potencial mejora en la calificación crediticia por parte de las agencias de riesgo que redundará a su vez en un menor costo del endeudamiento para el sector público y privado.

La proyección del componente de tasa fija en la estructura de la deuda bruta para los próximos años se mantiene por encima del 75% observado a partir de 2009 alcanzando alrededor del 87% al cierre del año 2026. Esta posición permite mantener flujos predecibles para la elaboración del presupuesto correspondiente.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
 “AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
 “AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

Gráfico N° 29. Evolución de la composición de la deuda bruta del SPNF por monedas y tasas de interés

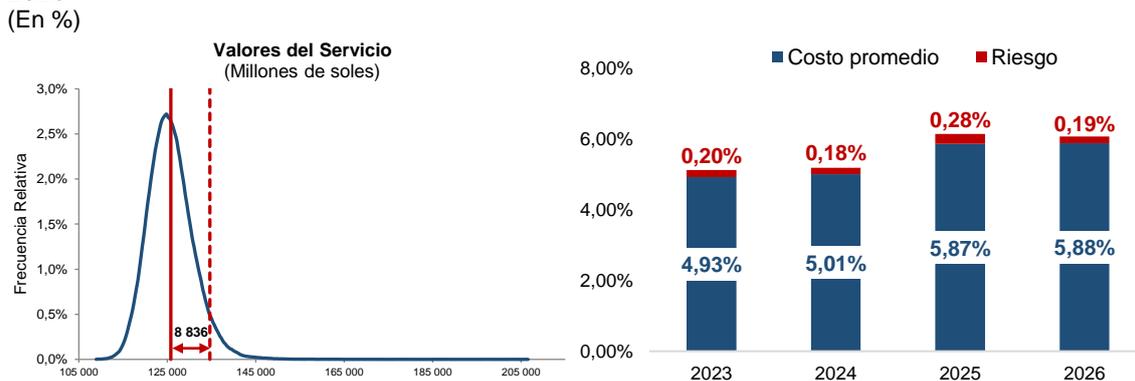


Fuente: DGTP – MEF.
 Elaboración propia.

• Servicio y costo en riesgo de la deuda bruta del SPNF

El análisis del servicio en riesgo (SeR²⁹) arroja que el servicio de deuda estimado para los próximos cuatro años (desde el año 2023 hasta el año 2026 inclusive), con un nivel de confianza del 95%, alcanza niveles de alrededor de S/ 125 801 millones. El riesgo atribuido a las fluctuaciones de las tasas de interés y los tipos de cambio, que podría implicar un egreso adicional respecto al servicio previsto (medido por la diferencia entre el percentil 95% y el promedio), alcanza el valor de S/ 8 836 millones (7,0% adicional al pago del servicio de deuda estimado).

Gráfico N° 30. Servicio en riesgo y costo y riesgo de la deuda bruta del SPNF para el 2023-2026



Fuente: DGTP – MEF.
 Elaboración propia.

El riesgo combinado por fluctuaciones de tipos de cambio y tasas de interés en la deuda bruta es, en promedio, 22pbs para los cuatro años del periodo de vigencia de la EGIAP. El costo promedio, definido como el costo implícito de la deuda, cuantifica el nivel de la carga financiera efectiva

²⁹ Este modelo asume que cada una de las tasas de interés variables y los tipos de cambio siguen una variante del proceso geométrico browniano, y que están correlacionados entre sí. A partir de esta premisa, se genera un número adecuado de simulaciones de Monte Carlo de posibles trayectorias conjuntas de estas variables, con las que se construye una distribución del servicio acumulado de deuda en el período elegido.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

que se le debe imputar, en promedio, a esta. Dado que la estructura de la deuda contempla préstamos pactados a tasas de interés fijas y variables y en diferentes monedas, su cálculo en moneda local sigue un proceso estocástico que permite no sólo determinar el servicio promedio (amortización e intereses) de la deuda a un 95% de confianza, sino también el riesgo que se generaría por las fluctuaciones de las tasas de interés y tipos de cambio.

- Ratios de deuda y perfil de amortizaciones

Se han estimado, en términos relativos, algunos indicadores de deuda respecto al PBI esperado para los próximos años con el objetivo de determinar su viabilidad presupuestal. La deuda bruta del SPNF crece hasta el 2024, para luego descender ligeramente en los siguientes años, en línea con la trayectoria de consolidación de la deuda.

Tabla N° 12. Ratios de la deuda pública del SPNF³⁰
(Porcentaje del PBI)

	2023	2024	2025	2026
Deuda del SPNF/PBI	33,9%	33,9%	33,9%	33,9%
Servicio del SPNF/PBI	2,0%	2,4%	2,2%	3,1%
Amortizaciones del SPNF/PBI	0,5%	0,9%	0,7%	1,4%
Intereses del SPNF/PBI	1,5%	1,5%	1,6%	1,6%

Fuente: DGTP – MEF.
Elaboración propia.

Con relación a los ingresos del SPNF proyectados para los siguientes años, su evaluación permite entender la capacidad de pago de la República. En este sentido, estos siguen la misma tendencia decreciente a partir del 2025, tanto para la deuda bruta como para el servicio de esta.

Tabla N° 13. Ratios de la deuda pública del SPNF
(Porcentaje de los ingresos)

	2023	2024	2025	2026
Deuda del SPNF/Ingresos	166,5%	165,4%	165,2%	165,3%
Servicio del SPNF/Ingresos	9,9%	11,8%	10,9%	14,5%
Amortizaciones del SPNF/Ingresos	2,5%	4,5%	3,4%	6,9%
Intereses del SPNF/Ingresos	7,5%	7,3%	7,5%	7,6%

Fuente: DGTP – MEF.
Elaboración propia.

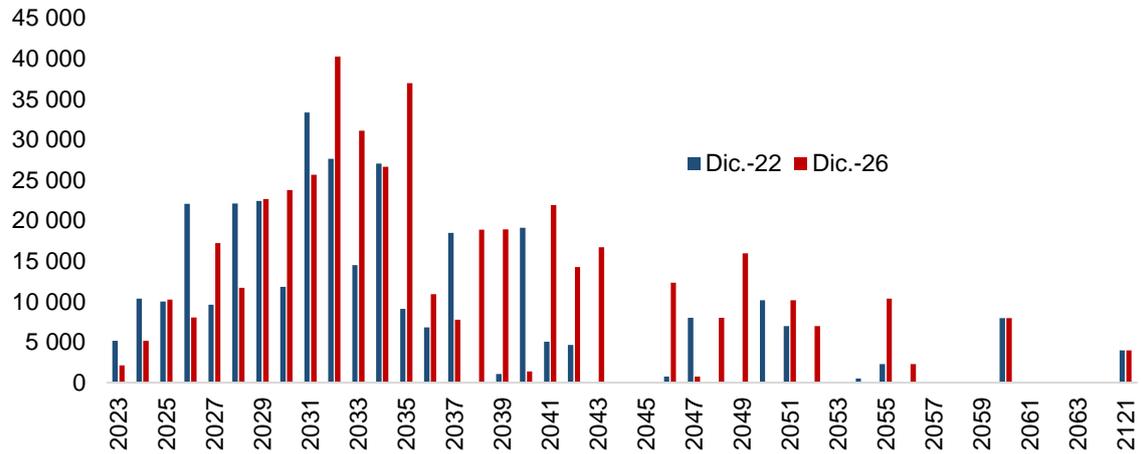
Asimismo, el Tesoro Público se encuentra evaluando constantemente las oportunidades para realizar OAD, para mitigar el riesgo de refinanciamiento y de mercado, relacionado principalmente a los tipos de cambio y tasas de interés. De esta manera, en los resultados presentados del escenario base, se presenta el perfil del servicio de la deuda pública (amortizaciones e intereses) y el impacto de las OAD planeadas para el periodo 2023-2025 en

³⁰ La estimación de algunos indicadores de deuda respecto al PBI esperado para los próximos años, difiere de aquellos publicados en el MMM 2023-2026 por algunos supuestos adicionales considerados en el análisis del escenario base (operaciones de administración de deuda, tipo de cambio, entre otros) y la temporalidad de la base de datos.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

el que el perfil del servicio de deuda mejora, desde la posición de diciembre de 2022 frente al del cierre del año 2026.

Gráfico N° 31. Proyección del perfil de amortizaciones de deuda pública del SPNF
(En millones de S/)



Fuente: DGTP – MEF.
Elaboración propia.



“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

ANEXO 1: Cronograma del Programa de Subastas Ordinarias de Títulos del Tesoro 2023

Enero

D	L	M	X	J	V	S
1	2	3	4	5	6	7
8	9	10	11	12	13	14
15	16	17	18	19	20	21
22	23	24	25	26	27	28
29	30	31				

Febrero

D	L	M	X	J	V	S
			1	2	3	4
5	6	7	8	9	10	11
12	13	14	15	16	17	18
19	20	21	22	23	24	25
26	27	28				

Marzo

D	L	M	X	J	V	S
			1	2	3	4
5	6	7	8	9	10	11
12	13	14	15	16	17	18
19	20	21	22	23	24	25
26	27	28	29	30	31	

Abril

D	L	M	X	J	V	S
						1
2	3	4	5	6	7	8
9	10	11	12	13	14	15
16	17	18	19	20	21	22
23	24	25	26	27	28	29
30						

Mayo

D	L	M	X	J	V	S
	1	2	3	4	5	6
7	8	9	10	11	12	13
14	15	16	17	18	19	20
21	22	23	24	25	26	27
28	29	30	31			

Junio

D	L	M	X	J	V	S
				1	2	3
4	5	6	7	8	9	10
11	12	13	14	15	16	17
18	19	20	21	22	23	24
25	26	27	28	29	30	

Julio

D	L	M	X	J	V	S
						1
2	3	4	5	6	7	8
9	10	11	12	13	14	15
16	17	18	19	20	21	22
23	24	25	26	27	28	29
30	31					

Agosto

D	L	M	X	J	V	S
		1	2	3	4	5
6	7	8	9	10	11	12
13	14	15	16	17	18	19
20	21	22	23	24	25	26
27	28	29	30	31		

Setiembre

D	L	M	X	J	V	S
					1	2
3	4	5	6	7	8	9
10	11	12	13	14	15	16
17	18	19	20	21	22	23
24	25	26	27	28	29	30

Octubre

D	L	M	X	J	V	S
1	2	3	4	5	6	7
8	9	10	11	12	13	14
15	16	17	18	19	20	21
22	23	24	25	26	27	28
29	30	31				

Noviembre

D	L	M	X	J	V	S
			1	2	3	4
5	6	7	8	9	10	11
12	13	14	15	16	17	18
19	20	21	22	23	24	25
26	27	28	29	30		

Diciembre

D	L	M	X	J	V	S
					1	2
3	4	5	6	7	8	9
10	11	12	13	14	15	16
17	18	19	20	21	22	23
24	25	26	27	28	29	30
31						

- Los martes: Subasta de Letras del Tesoro.
- Los jueves: Subasta de Bonos Soberanos.

El cronograma de subastas de títulos del Tesoro Público es referencial; en este sentido, la Dirección General del Tesoro Público (DGTP) puede modificarlo según considere pertinente.



“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

ANEXO 2: Avances previos en la implementación de la EGIAP 2022 - 2025

a. Fortalecer la gestión de liquidez y tesorería

- **Diseñar un registro unificado y estandarizado (Sistema de Recaudación), alineado a las mejores prácticas internacionales, que permita la identificación de los flujos de ingresos de los Fondos Públicos de las entidades del Estado**

Se encuentra en proceso una consultoría que entre otros diseñará una propuesta de modelo conceptual que permitirá incorporar los Recursos Directamente Recaudados que a partir del 2023 constituyen recursos del Tesoro Público, como parte de la modernización de la AFSP. Si bien el objetivo es la mejora del proceso de estimación, determinación, percepción y transferencia al Tesoro Público de los fondos de la mencionada fuente de financiamiento, la propuesta de mejora será un insumo importante para la maduración del concepto de documento único.

- **Formalizar los aspectos de procedimiento para el adecuado y oportuno uso y restitución de los Fondos empleados a través del mecanismo de gestión de liquidez**

Se viene evaluando una propuesta en función a la casuística presentada en la aplicación del mecanismo de gestión de liquidez, en el marco del principio de Fungibilidad.

b. Continuar con la modernización del Tesoro Público

- **Proseguir con la adecuación y actualización de la normativa de la gestión de tesorería**

Como parte de la implementación de las mejoras de la AFSP, se están incorporando al cuerpo normativo de la DGTP instrumentos que van a coadyuvar a su modernización. En el presente año debe publicarse los lineamientos específicos donde se puntualizarán aspectos de registro, operatividad y de procedimiento, entre otros puntos relevantes acerca de aquellos recursos que hasta este ejercicio se vienen registrando como parte de la fuente Recursos Directamente Recaudados.

- **Desarrollar los aspectos técnicos y normativos a fin de lograr la descentralización operativa de los procesos del Tesoro**

Como parte de la modernización del Tesoro Público se está analizando propuestas que permitirán fortalecer el proceso de autorización de devengados, redistribución de asignaciones financieras y cierre progresivo de cuentas bancarias ordinarias de entidades públicas y la centralización de sus saldos en la CUT.

c. Articular la planificación financiera para el seguimiento del financiamiento del Presupuesto del Sector Público

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

En el marco de la implementación del Decreto Supremo N° 043-2022-EF, se viene sistematizando el registro de los pronósticos de ingresos que realizan las Unidades Ejecutoras respecto de los Recursos Directamente Recaudados que administran y que, a partir del 1 de enero de 2023, pasan a ser recursos del Tesoro Público.

Asimismo, se tiene previsto emitir una Resolución Directoral, para aprobar los aspectos operativos para la implementación del registro y programación de los ingresos por RDR que pasan a ser del Tesoro Público.

d. Fortalecer la gestión de la deuda pública

- **Continuar con la realización de Subastas de Bonos Soberanos de acuerdo con el cronograma de subastas**

Durante los meses de mayo a octubre 2022, se realizaron subastas de bonos soberanos en el mercado primario local, en el marco del Programa de Creadores de Mercado, por un valor nominal de S/ 5 128,6 millones, producto de las cuales el Tesoro Público tiene disponible un total de S/ 4 684,2 millones para atender los requerimientos financieros del Sector Público No Financiero. Las colocaciones realizadas, no obstante haberse realizado en un mercado volátil, alcanzaron un ratio de demanda/monto colocado de 2,5 veces.

- **Realizar un seguimiento de las condiciones financieras y de riesgo de mercado a fin de aprovechar las ventanas de oportunidad para emitir**

Respecto al seguimiento de las condiciones financieras, diariamente se elaboran reportes de seguimiento de la curva de bonos soberanos y globales, así como de negociación y participación de los tenedores de bonos soberanos. Adicionalmente, se realizan llamadas con diversos participantes del mercado, con el fin de obtener información sobre el mercado de deuda pública e identificar ventanas de oportunidad para acceder al mercado de capitales a condiciones de mercado favorables para la República, en caso se tome la decisión de captar recursos para financiar el presupuesto, situación que actualmente no es prioritaria debido a que se cuenta con activos suficientes para atender los gastos previstos en el presente año.

- **Realizar operaciones de administración de deuda, a fin de mitigar el riesgo cambiario**

Se viene monitoreando las condiciones financieras y la oportunidad de implementar operaciones de manejo de pasivos, con el objetivo de mejorar el perfil de los vencimientos, reducir el riesgo de refinanciamiento y ayudar a solarizar el portafolio de deuda pública mediante el financiamiento parcial en soles.

Asimismo, se ha previsto realizar OAD bajo la modalidad de conversiones de deuda para reducir el riesgo cambiario al que está expuesto el portafolio de deuda pública a través de la solarización sintética del mismo.

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

- **Culminar con la implementación de los Fondos Bursátiles**

Como parte del proceso de implementación del Fondo Bursátil en el marco del Programa “Issuer-Driven ETF” del Banco Mundial, se realizó el proceso de convocatoria para seleccionar a la entidad que actuará como Gestor del referido fondo, el mismo que se encuentra en su etapa final. Con la formalización de la designación del Gestor, la referida entidad debe realizar las acciones y gestiones que se requieran para lanzar al mercado el Fondo Bursátil.

- **Implementar las operaciones de préstamo de valores de deuda pública**

Para el periodo de revisión, con el propósito de implementar las Operaciones de Reporte del tipo Transferencia Temporal de Valores (Préstamo de Valores), se continuó trabajando en el desarrollo de los sistemas de gestión de colaterales y liquidación por parte de CAVALI; mientras que por el lado de DATATEC ya culminó con el desarrollo del módulo de negociación de operaciones directas.

e. Fortalecer la gestión de activos y pasivos financieros

- **Ampliar el uso de modelos e indicadores que den soporte a la toma de decisiones de endeudamiento e inversiones financieras**

Durante los últimos dos años se vienen realizando esfuerzos para consolidar la información financiera relevante que de soporte a los análisis en la gestión de los activos y pasivos financieros a través de algunos indicadores de seguimiento de posiciones, control de riesgo o evaluación de la estrategia con el objetivo de potenciar el análisis integral de activos y pasivos financieros.

Asimismo, el Tesoro Público se encuentra en el proceso de adquirir un software de gestión de activos y pasivos especializados que apoye en el análisis de los riesgos financieros, en el marco de la gestión de activos y pasivos por parte del Tesoro Público.

f. Mejorar la gestión integral de los riesgos fiscales

- **Avanzar con la implementación de la gestión de los riesgos fiscales**

De acuerdo con lo establecido en el Decreto Legislativo N° 1441 del Sistema Nacional de Tesorería, la Dirección General del Tesoro Público tiene entre sus funciones la gestión de los riesgos fiscales, para lo cual deberá proponer lineamientos, metodologías, modelos y normativa complementaria, así como elaborar informes y reportes periódicos para monitorearlos.

Con esa finalidad, en el marco del Programa de Deuda Pública y Administración de Riesgo (Government Debt Risk Management-GDRM), el Banco Mundial viene realizando una consultoría para la elaboración de lineamientos y metodologías (metodología de score) para evaluar el riesgo fiscal de las empresas públicas bajo el ámbito de FONAFE. Con la metodología planteada se prevé determinar una escala de clasificación de riesgo particular, que incida en evaluar la situación integral de las empresas públicas, sin considerar el potencial apoyo que podría

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

brindarle el gobierno. De esta manera se contará con un instrumento de monitoreo y emisión de alertas tempranas para detectar a las empresas que puedan generar un riesgo fiscal.

Por otro lado, mediante Decreto Legislativo N°1543 se dictó medidas para mejorar la gestión de proyectos y los procesos de promoción de la inversión privada, entre ellas establecer que la aprobación de los lineamientos de cuantificación de riesgos en contratos de Asociación Público Privada (APP) deberá realizarse en un plazo de 120 días hábiles contados a partir de la publicación de la modificación del reglamento del Decreto Legislativo N° 1362. Para implementar lo establecido en el mencionado decreto, se viene realizando la actualización, y mejoras en el contenido de los “Lineamientos para la valuación de los compromisos contingentes cuantificables y del flujo de ingresos derivados de la explotación de los proyectos materia de los Contratos de APP”, aprobados por R.M N° 048-2015/EF, para lo cual se contará con el apoyo del Banco Mundial.

Finalmente, se ha previsto ampliar el alcance del análisis que empezó a realizarse a través de la herramienta de gestión de riesgos fiscales diseñada por el FMI (FRAT, por sus siglas en inglés) a otro tipo de riesgos (desastres, crisis financieras y ejecución de inversiones).

- **Contar con instrumentos financieros que permitan atender los riesgos fiscales ocasionados por desastres naturales**

Con la finalidad de reducir el impacto que podría tener la materialización de los desastres naturales en las finanzas públicas, el gobierno actualmente cuenta con instrumentos financieros de retención de riesgo tales como el Fondo de Estabilización Fiscal, la reserva de contingencia, líneas de crédito contingentes; mecanismos presupuestales, entre otros.

Asimismo, en el marco de la Alianza del Pacífico y con la asistencia del Banco Mundial, se viene trabajando en el diseño de un instrumento financiero de transferencia de riesgo para cubrir eventos hidrometeorológicos. Para lograrlo, los países miembros de la Alianza, de manera conjunta, seleccionaron a las inundaciones como la amenaza a ser modelada. No obstante, el proceso de modelación aún no se ha iniciado por gestiones administrativas en el Banco, estimándose que durará entre 12 y 18 meses.

Por otro lado, se viene observando permanentemente las condiciones de mercado de capitales, para evaluar la contratación de una cobertura individual de riesgo sísmico, al no haber logrado consenso para una operación conjunta con los países de la Alianza del Pacífico, como la realizada en el 2018, a través de la emisión de un bono catástrofe por parte del Banco Mundial.

- **Monitorear permanentemente la posición de los pasivos contingentes que pueden impactar en las finanzas públicas**

Para hacer el seguimiento de manera periódica de los diferentes pasivos contingentes que puedan afectar a las finanzas públicas, se elaboran reportes



PERÚ

Ministerio de
Economía y Finanzas

Viceministerio de
Hacienda

Dirección General del
Tesoro Público

“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”

anuales y periódicos de riesgos fiscales según lo establecido en el Decreto Legislativo N° 1441, Decreto Legislativo del Sistema Nacional de Tesorería.

En setiembre se elaboró el Reporte de Riesgos Fiscales que contiene información de los riesgos fiscales macroeconómicos y específicos, tanto explícitos (judiciales, controversias internacionales, APP, garantías otorgadas por el Gobierno Nacional) como implícitos (desastres naturales, sistema financiero, empresas públicas y previsional) a los cuales se encuentran expuestas las finanzas públicas. Cabe resaltar que la información que allí se consigna, es concordante con la reportada en la Cuenta General de La República y en el Marco Macroeconómico Multianual 2023-2026, entre otros.



**“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”**

ANEXO 3: Deuda bruta del SPNF: Proyección de algunos indicadores
(En millones de soles)

	ago-22	2022	2023	2024	2025	2026
Escenario Base						
Total deuda bruta	303 136	327 738	351 731	372 412	394 370	414 682
Tasa fija	86,2%	85,1%	82,3%	83,7%	86,0%	86,4%
Soles	45,2%	47,3%	49,0%	51,4%	54,9%	57,5%
Deuda en valores	84,7%	82,6%	81,1%	83,3%	86,5%	87,0%
Deuda interna	45,4%	46,3%	48,1%	50,6%	54,1%	56,9%
Soles (en 3 años)	0,0%	33,4%	37,6%	29,5%	57,3%	71,4%
Tasa fija (en 3 años)	0,0%	55,2%	74,3%	75,8%	83,8%	81,5%
Financiamiento en soles	54,71%	64,6%	53,7%	68,7%	68,9%	74,4%
Vida media (años)	13,09	12,95	12,06	12,13	11,75	11,35
Reprecio medio (años)	12,52	12,25	11,18	11,42	11,19	10,85
Tasa equivalente	8,6%	8,9%	9,0%	8,7%	8,4%	8,3%

	ago-22	2022	2023	2024	2025	2026
Escenario Optimista						
Total deuda bruta	284 409	310 032	336 981	359 078	383 529	408 242
Tasa fija	86,5%	85,6%	82,9%	84,2%	86,4%	87,0%
Soles	48,1%	49,7%	52,5%	55,3%	58,8%	61,4%
Deuda en valores	85,3%	83,2%	81,8%	84,0%	87,2%	87,7%
Deuda interna	48,3%	49,1%	51,1%	54,1%	57,6%	60,5%
Soles (en 3 años)	0,0%	34,6%	37,7%	31,1%	61,1%	74,8%
Tasa fija (en 3 años)	0,0%	51,9%	71,3%	74,0%	85,1%	83,5%
Financiamiento en soles	54,7%	69,0%	59,3%	73,1%	72,7%	77,8%
Vida media (años)	12,99	12,99	12,11	12,21	11,78	11,28
Reprecio medio (años)	12,44	12,32	11,27	11,53	11,25	10,82
Tasa equivalente	8,3%	8,6%	8,7%	8,4%	8,1%	8,0%

	ago-22	2022	2023	2024	2025	2026
Escenario Pesimista						
Total deuda bruta	320 412	347 501	378 198	397 451	416 806	431 112
Tasa fija	86,0%	84,6%	81,0%	82,5%	84,2%	84,6%
Soles	42,7%	43,4%	44,3%	45,8%	48,5%	50,9%
Deuda en valores	84,4%	82,0%	79,4%	81,6%	84,1%	84,6%
Deuda interna	43,0%	43,3%	43,9%	45,4%	48,1%	50,6%
Soles (en 3 años)	0,0%	31,3%	34,1%	25,9%	50,5%	64,7%
Tasa fija (en 3 años)	0,0%	57,1%	73,7%	73,9%	79,6%	76,2%
Financiamiento en soles	54,7%	58,2%	44,7%	61,1%	59,5%	68,6%
Vida media (años)	13,16	12,89	11,98	11,99	11,59	11,32
Reprecio medio (años)	12,57	12,16	10,93	11,13	10,88	10,69
Tasa equivalente	9,1%	9,3%	9,6%	9,2%	8,9%	8,8%

**PERÚ**Ministerio de
Economía y FinanzasViceministerio de
HaciendaDirección General del
Tesoro Público

**“DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES”
“AÑO DEL FORTALECIMIENTO DE LA SOBERANÍA NACIONAL”
“AÑO DEL BICENTENARIO DEL CONGRESO DE LA REPÚBLICA DEL PERÚ”**

	ago-22	2022	2023	2024	2025	2026
Escenario Estrés						
Total deuda bruta	337 126	365 098	407 377	430 056	450 967	460 286
Tasa fija	85,9%	84,3%	77,9%	79,0%	79,9%	80,4%
Soles	40,6%	41,0%	39,3%	39,7%	41,6%	43,6%
Deuda en valores	84,0%	81,6%	76,0%	77,5%	79,2%	79,7%
Deuda interna	40,8%	41,0%	39,1%	39,5%	41,4%	43,5%
Soles (en 3 años)	0,0%	28,5%	32,1%	27,2%	47,1%	59,0%
Tasa fija (en 3 años)	0,0%	57,5%	73,4%	74,1%	75,7%	70,9%
Financiamiento en soles	54,7%	53,3%	23,9%	49,4%	46,9%	61,3%
Vida media (años)	13,21	12,87	11,97	11,91	11,48	11,29
Reprecio medio (años)	12,61	12,12	10,48	10,58	10,26	10,19
Tasa equivalente	9,5%	9,8%	10,3%	10,0%	9,6%	9,5%

Fuente: DGTP – MEF.