



PERÚ

Ministerio de
Economía y Finanzas

Viceministerio de
Hacienda

Dirección General de
Endeudamiento y Tesoro Público

“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

ESTRATEGIA DE GESTIÓN GLOBAL DE ACTIVOS Y PASIVOS* 2018-2021

* Este documento incluye el Programa Anual de Endeudamiento y Administración de la Deuda al que se refiere el artículo 14º de la Ley N° 28563, especificando sus políticas, objetivos y metas, desde una perspectiva de largo plazo compatible con las metas fiscales y con la sostenibilidad de la deuda y su aprobación fue recomendada por el Comité de Gestión de Activos y Pasivos aprobado por la Sexta Disposición Complementaria Final de la Ley N° 30116 como instancia que define los lineamientos y acciones para una adecuada gestión global de los activos y pasivos que conforman la Hacienda Pública.



PERÚ

Ministerio de
Economía y Finanzas

Viceministerio de
Hacienda

Dirección General de
Endeudamiento y Tesoro Público

“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

COMITÉ DE GESTIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS

Presidente:

CLAUDIA COOPER FORT
Ministra de Economía y Finanzas

Miembros:

ROSSANA POLASTRI CLARCK
Viceministra de Hacienda

CÉSAR LIENDO VIDAL
Viceministro de Economía

VALENTÍN COBEÑAS AQUINO
**Director General de Endeudamiento
y Tesoro Público (e)**

CARLOS MONTORO LLAMOSAS
**Director General de Política Macroeconómica
y Descentralización Fiscal**

Secretaría Técnica:

JORGE SIU RIVAS
Director de Análisis y Estrategia

Equipo Técnico:

Eduardo Olavegoya Hurtado
Fernando Figueroa Manrique
Malcolm Stewart Robles
Ángel Polo Rodríguez
Mellany Pintado Vásquez
Albert Chavarri Balladares
Yoselyn Granda Vizcarra
Pedro Portocarrero Moreno
María Claudia Bedoya Palomino

INFORMACIONES

Oficina de Relaciones con Inversionistas

Teléfono (511) 311-5933; fax (511) 626-9921

Correo electrónico: inversionistas@mef.gob.pe

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

Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público

Teléfono (511) 311-5930 anexo 2802

Jr. Junín 319, piso 8° Lima 1 – Perú

Página internet: <http://www.mef.gob.pe>

30 de noviembre de 2017



“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

Mensaje de la Ministra de Economía y Finanzas

En los últimos 15 años, el ratio deuda pública bruta del Sector Público No Financiero, como porcentaje del PBI, ha pasado de 48,7% en el 2003 a 24,1% en el 2017¹, nivel que es considerado bajo por las principales agencias de calificación crediticia. Igualmente, su composición en moneda nacional y moneda extranjera pasó de 20/80 en 2003 a 62/38 en 2017. En efecto, desde la implementación de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos en 2013, el proceso de solarización de la deuda pública se ha acelerado, pasando de 54,0% a 62,2% al cierre de agosto de 2017, efecto que también se ha observado en el volumen de bonos soberanos colocados que se incrementó desde 6,4% del PBI en diciembre de 2013 hasta 12,6% del PBI en octubre de 2017.

Estos logros son fruto del fuerte compromiso del MEF con la disciplina fiscal y la prudencia macroeconómica y que, como resultado, le viene permitiendo al Perú mantener su calificación de riesgo y perspectiva estable, en un escenario de incertidumbre para la región, en el que nuestros principales referentes experimentaron algún deterioro en su perfil de riesgo soberano.

Con respecto a la economía peruana, el 2017 ha sido un año relativamente complicado para la nación, debido a choques internos relacionados al Fenómeno El Niño y la paralización de importantes obras de infraestructura vinculadas a empresas brasileñas, lo que resultó en un crecimiento en el primer semestre de 2,3% anual, liderando el crecimiento de nuestros pares en la región (México, Colombia, Chile y Brasil). En contraposición, en el segundo semestre del año, la economía peruana viene mostrando una recuperación de los sectores relacionados a la demanda interna como la construcción y las manufacturas, de modo que se espera un crecimiento de 3,2% en la segunda mitad del año, liderada por un mayor gasto público orientado al proceso de reconstrucción, y una mayor demanda externa traducida en mejores precios de exportación.

Precisamente, la economía mundial registra actualmente un mayor dinamismo, el que viene impactando de manera positiva en los precios internacionales de nuestras principales materias primas de exportación, lo que es un viento de cola altamente favorable para los ingresos fiscales corrientes del Gobierno General que, desde su pico de 22,8% del PBI en el 2012, han descendido, según el Marco Macroeconómico Multianual 2018-2021, a 18,3% para el año 2017 y se espera se recuperen hasta 20,2% al 2021.

Para el 2018, el FMI espera que la economía mundial muestre una mayor aceleración respecto al 2017, en especial, la zona LAC que pasaría de un crecimiento de 1,2% en el 2017 a 1,9% en el 2018. En vista de una economía mundial que se acelera hacia el 2018, se esperarían mayores tasas de interés y condiciones financieras más ajustadas en las economías avanzadas. Por su parte, el MEF² espera un mayor crecimiento de la economía peruana en el período 2018-2021 de 4,0%, en promedio, gracias al plan de

¹ Setiembre de 2017.

² MMM agosto de 2017



PERÚ

Ministerio de
Economía y Finanzas

Viceministerio de
Hacienda

Dirección General de
Endeudamiento y Tesoro Público

“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

reconstrucción, a la mayor inversión pública, a la recuperación de la inversión privada, a los mayores precios de nuestras materias primas y a una demanda externa más dinámica.

En relación a las tasas de interés globales, los bancos centrales de EEUU, Canadá e Inglaterra han comenzado a elevar sus tasas de política monetaria, aunque aún se mantiene la incertidumbre sobre cuándo el Banco Central Europeo comenzará la subida de su tasa de referencia. La Estrategia, en el caso de las tasas de interés de los préstamos, también ha venido planteando la reducción del monto de deuda pública a tasas variables por deuda a tasas fijas. Al cierre del año 2016, los préstamos a tasa variable alcanzaron el 15% del total mientras que, al cierre de agosto de 2017, se redujo a 7,5%.

Finalmente, la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos continuará con el proceso de hacer más eficiente el uso de los recursos financieros mediante la fungibilidad del mismo, promoviendo el mínimo costo de los pasivos y maximizando el rendimiento de los activos del Tesoro Público. De esta manera, la estrategia estará dirigida a mejorar la predictibilidad de las necesidades de financiamiento, desarrollar una estructura de balance óptima, combinando liquidez y costo, a desarrollar el mercado de valores de deuda pública, manteniendo un perfil adecuado de deuda y a mantener un plan de financiamiento para el manejo de escenarios actualizados de estrés y contingentes.

CONTENIDO

I. RESUMEN EJECUTIVO	2
II. INTRODUCCIÓN	6
III. SITUACIÓN ACTUAL	7
3.1. Activos Financieros.....	7
3.2. Pasivos Financieros.....	10
3.3. Vínculos de la gestión global de activos y pasivos.....	14
IV. NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO DEL SPNF	17
V. FUENTES DE FINANCIAMIENTO.....	19
5.1. Bonos soberanos.....	19
5.2. Bonos globales	20
5.3. Créditos externos e internos	20
VI. ESTRATEGIA 2018-2021	21
6.1. Visión de largo plazo	21
6.2. Meta estratégica de mediano plazo	22
6.3. Acciones estratégicas.....	22
ANEXO 1: Programa Anual de Endeudamiento y Administración de Deuda 2018.....	24
ANEXO 2: Cronograma del Programa de Subastas Ordinarias de Títulos del Tesoro 2018	27
ANEXO 3: Visión de largo plazo	28
ANEXO 4: Proyecciones y simulaciones sobre indicadores de la deuda del SPNF	32



“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

I. RESUMEN EJECUTIVO

La Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos para el período 2018-2021 mantiene el objetivo de promover, en su quinto año, “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 que se debe profundizar el desarrollo del mercado de valores de deuda pública en moneda local como principal medio para cubrir los requerimientos financieros temporales derivados de la gestión de la deuda, el ahorro y la tesorería”. En los últimos cuatro años, la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos concentró sus esfuerzos en disminuir la exposición a los riesgos de refinanciamiento y de mercado, así como en desarrollar el mercado de valores de deuda pública local, esfuerzos que ayudaron a mantener la calificación crediticia soberana en los niveles alcanzados desde 2013.

Al cierre de agosto de 2017, el saldo de los activos financieros del Sector Público No Financiero (SPNF) alcanzó los S/ 116 835 millones (alrededor del 17,2% del PBI). El Tesoro Público administra el 72,9% de estos recursos, de los cuales el 44,8% están denominados en soles y el 78,4% son depósitos a plazo. **Por su parte, los pasivos financieros cerraron en S/ 157 863 millones (23,2% del PBI).** El 62,2% está denominado en soles³ y el 86,5% del total de préstamos están pactados a tasa de interés fija.

Los avances logrados en la gestión de los pasivos financieros han permitido reducir la exposición a los choques externos. El riesgo más relevante es el del tipo de cambio, ya que el 37,8% de la deuda se encuentra denominada en moneda extranjera, mientras que el de la tasa de interés es reducido, por la menor proporción de deuda a tasa flotante. Finalmente, en el corto plazo el riesgo de refinanciamiento es bajo, en tanto existe una baja concentración de vencimientos y disponibilidad de fondos.

En el marco de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos destacan los siguientes logros: i) la repotenciación del proceso de solarización de la deuda; ii) la priorización del financiamiento de proyectos de infraestructura, mediante fondos provenientes de subastas de títulos del Tesoro; iii) la realización de subastas de los excedentes temporales de liquidez del Tesoro y de las entidades públicas; iv) la implementación de la plataforma I-Link de Euroclear que permite, a más inversionistas extranjeros, tener acceso a bonos en soles, entre otros. Asimismo, se logró superar las metas cuantitativas que se establecieron en el Programa Anual de Endeudamiento y Administración de Deuda 2017.

³ Por jurisdicción, el 61,5% es deuda interna.



“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

Evaluación de las metas cuantitativas referenciales del PAEAD 2017

Indicador	Rango al cierre de diciembre de 2017	Resultado final diciembre 2017 ^{1/}
Porcentaje de soles en el portafolio ^{2/}	44,8% - 59,3%	63,3%
Porcentaje de deuda a tasa fija en el portafolio	72,2% - 74,8%	88,9%
Proporción de deuda interna en el saldo bruto	44,1% - 58,6%	62,5%
Vida media (años)	11,9 - 12,7	12,8
Reprecio medio (años)	10,2 - 11,6	12,4
Concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses ^{3/}	3,8% - 3,4%	3,0%
Porcentaje del flujo de financiamiento en moneda local ^{4/}	41,6% - 65,7%	96,1%

Fuente MEF - DGETP.

1_/ Todos los indicadores mostrados corresponden solo al Gobierno Central y no incluyen letras del Tesoro y son datos preliminares.

2_/ Incluye el efecto de derivados financieros contratados y equivalentes al 0,3%.

3_/ Indicador que mide la presión más inmediata de pagos.

4_/ Incluye el financiamiento de las operaciones de administración de deudas.

En ese contexto se han configurado nuevos retos que se deben implementar en el marco de la gestión global de activos y pasivos. Estos tienen que ver con: i) mejorar la disponibilidad de información oportuna y confiable de los saldos de sus activos y pasivos financieros y predictibilidad de flujos de ingresos y gastos a fin de garantizar la disponibilidad de fondos para cumplir los compromisos de pago al menor costo, minimizando sus riesgos; ii) dinamizar la gestión de los activos financieros, que permitan promover, en el proceso de programación presupuestal, la prelación de fuentes de financiamiento que acumulan saldos de balance, permitiendo orientar eficientemente los recursos gestionados por el Tesoro Público; e iii) implementar nuevas herramientas para profundizar, desarrollar y dinamizar el mercado de deuda de títulos del Tesoro en el mercado primario y secundario.

El Marco Macroeconómico Multianual (MMM) 2018-2021 proyecta la programación de necesidades financieras anuales hasta el año 2021 en concordancia con el balance fiscal esperado y el flujo de pagos de la deuda pública.

Programación de necesidades financieras MMM 2018-2021

(Millones de soles)

Año	Déficit Fiscal	% del PBI	Amortizaciones	% del PBI	Total	% del PBI
2018	26 266	3,5%	3 536	0,5%	29 802	4,0%
2019	23 111	2,9%	5 796	0,7%	28 908	3,6%
2020	17 843	2,1%	8 349	1,0%	26 192	3,1%
2021	9 045	1,0%	3 958	0,4%	13 003	1,4%

Fuente MEF - DGPMAC.

Se tiene previsto que las necesidades financieras del SPNF se financien principalmente con la captación de recursos del mercado de capitales en soles.

De acuerdo a estas previsiones, alrededor del 75% del financiamiento requerido en promedio se realizaría mediante la emisión de bonos soberanos en moneda local y la diferencia, a través de créditos externos e internos. El incremento de la base de inversionistas y de la demanda por títulos del Gobierno peruano garantiza la continuidad de la emisión de bonos soberanos en el mercado doméstico como la principal fuente de

“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

financiamiento de los requerimientos fiscales, lo que permitirá seguir consolidando el mercado de valores de deuda pública en volumen y profundidad.

Se ha hecho una primera aproximación de algunos indicadores de largo plazo de la deuda pública del SPNF: la participación de la deuda en moneda nacional debería bordear el 78% del total de la deuda bruta; la participación de la deuda a tasa fija el 95%; y la vida promedio, los 11 años. Para el mediano plazo se ha estimado un rango de metas cuantitativas de algunos indicadores de seguimiento de la deuda pública del SPNF al cierre del año 2021:

Proyecciones referenciales de indicadores de la deuda bruta del SPNF al cierre de 2021 (*)

Concepto	Rango previsto al cierre de diciembre 2021
Porcentaje de soles en el saldo bruto	65,5% - 70,7%
Porcentaje de deuda a tasa fija nominal en el saldo bruto	85,9% - 87,3%
Proporción de deuda interna en el saldo bruto	65,4% - 70,6%
Vida media (años)	11,0 - 11,2
Reprecio medio (años)	10,5 - 10,6
Concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses 1_/	6,6% - 6,1%
Porcentaje del flujo de financiamiento en moneda local 2_/	79,8% - 85,6%

Fuente: MEF- DGETP

(*) Incluye derivados de cobertura y no incluye letras del Tesoro.

1_/ Indicador que mide la presión más inmediata de pagos.

2_/ Incluye el financiamiento de las operaciones de administración de deuda.

Además de las acciones relacionadas a la gestión de activos, pasivos, tesorería e infraestructura de mercado que se vienen implementando desde el 2013, y respetando los mismos lineamientos de política de gestión de activos y pasivos aprobados, se deben adicionar acciones que permitan acercar al Tesoro Público hacia una mejor posición que sea congruente con las mejores prácticas internacionales. Para este fin se realizarán las siguientes acciones estratégicas:

- **Mejorar la predictibilidad de las necesidades de financiamiento**
La estrategia estará dirigida a implementar progresivamente una gestión activa de caja, de manera segura y transparente, a continuar con la implementación de la centralización de saldos de las entidades públicas del SPNF, a regular el flujo de información sobre pronósticos de cobros y pagos de las entidades públicas y a implementar herramientas informáticas.
- **Desarrollar una estructura de balance óptima combinando liquidez y costo**
La estrategia se centrará en definir un portafolio óptimo de los activos y pasivos financieros, promoviendo la fungibilidad de gasto y la prelación del uso de fuentes, permitiendo orientar con mayor eficiencia los recursos recaudados por el Tesoro Público. Además, se buscará mejorar la gestión de los excedentes temporales de liquidez de los recursos y fondos administrados por el Tesoro, reduciendo así su costo de oportunidad. En tanto, el nivel del nuevo endeudamiento por préstamos estará sujeto a la aprobación del Comité de Gestión de Activos y Pasivos y los recursos serán prioritariamente destinados a financiar proyectos de inversión.



“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

- Desarrollar el mercado de valores de deuda pública en soles manteniendo un perfil adecuado de deuda

La estrategia estará dirigida a incrementar la base de los tenedores de deuda pública; a refrescar, mediante subastas programadas, los vértices de la curva de rendimientos; a generar volúmenes de deuda atractivos para cada nuevo vértice y fortalecer la emisión de letras del Tesoro, sin descuidar la exposición al riesgo de mercado y de refinanciamiento que pueda generarse a partir de la concentración de vencimientos.

La estrategia también se orientará a impulsar nuevas herramientas para mejorar la infraestructura de los sistemas con los que opera el mercado de deuda pública; a repotenciar el papel que juegan los Creadores de Mercado; a generar un mercado más competitivo; a aumentar el acceso directo a la deuda pública de las personas de a pie como instrumento de ahorro; a construir referencias de rentabilidad libre de riesgo en soles para los fondos mutuos y fondos de pensiones; y a reducir el riesgo sistémico de compensación y liquidación de operaciones bajo la ley peruana.

- Mantener un plan de financiamiento para el manejo de escenarios actualizados de estrés y contingentes.

La estrategia estará dirigida a mantener un análisis de escenarios de estrés para el diseño de un plan de financiamiento orientado a retener, mitigar o transferir el riesgo ante shocks adversos. Este plan buscará una estructura óptima entre el costo y la cobertura, considerando diversos instrumentos que se empleen como contingentes.

Finalmente, se incluyen el Programa Anual de Administración de Deuda 2018 y el nuevo cronograma del Programa de Subastas Ordinarias de Títulos del Tesoro para el período 2018, en el que se establece las fechas de las subastas de letras y de bonos soberanos durante este período.



“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

II. INTRODUCCIÓN

El presente documento es la cuarta actualización de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos (EGGAP) para el período 2018-2021, cuyo diseño guarda estrecha relación con las proyecciones del Marco Macroeconómico Multianual (MMM), reafirmando el compromiso de ayudar a alcanzar posiciones similares, en términos de costo y riesgo, con los países de la región y con los países miembros de la OCDE que son más afines. Las estrategias planteadas alcanzan a las entidades o unidades institucionales que forman parte del SPNF, siempre y cuando no afecten los mandatos constitucionales o legales a los que se encuentran sujetas.

Además, continua vigente el objetivo principal de promover *“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 que se debe profundizar el desarrollo del mercado de valores de deuda pública en moneda local como principal medio para cubrir los requerimientos financieros temporales derivados de la gestión de la deuda, el ahorro y la tesorería”*.

En ese sentido, para alcanzar dicho objetivo las acciones planteadas en el marco de la EGGAP se guían de las siguientes políticas ya establecidas:

- a) Profundizar el mercado de valores de deuda pública en soles priorizando las necesidades de financiamiento a través de la captación de recursos en este mercado.
- b) Mantener reservas de liquidez para enfrentar situaciones de inestabilidad.
- c) Rentabilizar los fondos públicos y reducir el costo de su liquidez.
- d) Mantener una adecuada exposición de riesgos de la deuda indirecta.
- e) Reducir la prociclicidad de la deuda externa como fuente de vulnerabilidad.
- f) Ayudar a asegurar la sostenibilidad de la deuda pública neta.

En los últimos cuatro años, la EGGAP concentró sus esfuerzos en disminuir la exposición del portafolio de pasivos al riesgo de refinanciamiento y de mercado, así como en desarrollar el mercado de valores de deuda pública local. En ese sentido, se logró fortalecer la estructura de la deuda del SPNF, aumentando la proporción de la deuda en soles de 54,0% en diciembre de 2013 a 62,2% en agosto de 2017. Además, el mercado doméstico de deuda pública creció desde 6,4% del PBI en diciembre de 2013 hasta 12,6% en octubre de 2017.

Estos avances fueron destacados por las principales agencias calificadoras de riesgo, quienes a través de sus respectivas evaluaciones realizadas en el año 2017, ratificaron la calificación de la deuda soberana del Perú en moneda local en A- y deuda extranjera en BBB+ (Fitch Ratings y Standard & Poor's), mientras que Moody's reafirmó en A3 para ambas monedas, todas con perspectiva estable.

Estas agencias calificadoras de riesgo resaltan el perfil crediticio logrado por el Perú, basado en un historial de manejo prudencial de las finanzas públicas y en la estabilidad

“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

de las políticas macroeconómicas del país durante los últimos años. En ese sentido, destacan el bajo nivel de deuda del país, que alcanzó 23,8% del PBI en el 2016, uno de los menores de la región, e inferior a la media de países con calificación A- (44,9%) y de los miembros de la OCDE (69,7%). Similar es el caso en el ratio de deuda con respecto a los ingresos (127,5%), el que se compara favorablemente con varios de nuestros referentes.

Cuadro N° 01
Resumen de indicadores 2016 de los países referentes de la región y OCDE

Indicador (%)	Perú	América Latina					OCDE			Promedio	
		Brasil	Chile	Colombia	México	Australia	Canadá	Finlandia	Nueva Zelanda	Países A-	Países OCDE
Deuda pública / PBI	23,8	69,9	21,3	49	46	39,7	92,3	63,1	33,6	44,9	69,7
Deuda pública interna / PBI	9,4	66,2	16,8	31,6	27	39,7	0	63,1	32,3	29,2	44,9
Deuda MN / Deuda total	54,9	93,7	82,1	68,2	81,7	100	95,8	100	98,9	76,2	92,9
Deuda / Ingresos	128	214,5	98,9	308,9	179,9	113,6	205,2	115,7	83,5	152,6	171,3
Intereses / Ingresos	5,6	19,1	3,6	20,1	9,5	4,3	7,7	2,1	5,5	5,5	4,9
Ingresos / PBI	18,5	32,6	21,5	14,9	20	34,9	38,9	54,9	34,6	33,0	40,9
Resultado económico / PBI	-2,6	-9	-2,9	-4	-2,9	-2,7	-1,9	-2,2	0,1	-0,7	-0,7
Depósitos en el SF en MN / Depósitos totales en el SF	65,4	100	85,1	100	82	85	51,3	100	83,4	85,8	85,6

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú, Fitch Ratings, Moody's Investors Service y Standard & Poor's.

1_/ Información de deuda de Perú y Brasil se refiere a Sector Público No Financiero; de Chile, Colombia y Finlandia se refiere al Gobierno Central y de México al Gobierno Federal y Seguridad Social. Todos los demás se refieren al Gobierno General.

Sin embargo, las agencias identifican algunos retos que el país debe asumir para mejorar su perfil. En primer lugar, continuar los esfuerzos por solarizar la deuda; en el 2016, la deuda en moneda nacional registró un 54,9% del total de deuda del SPNF, mientras que la media de países de la OCDE tiene un 92,9% de su deuda en moneda local. Además, ven necesario el aumento de la base tributaria, de tal manera que el porcentaje de ingresos con respecto al PBI aumente del nivel actual (18,5%), hasta niveles comparables con nuestros referentes de la región y países BBB (27,1%).

III. SITUACIÓN ACTUAL

3.1. Activos Financieros

3.1.1. Tipificación de los activos financieros

Al cierre de agosto del 2017, el total de activos financieros del SPNF alcanzó los S/ 116 835 millones (alrededor del 17,2% del PBI). Por titularidad, al cierre de agosto de 2017 destacan los activos financieros de las entidades públicas depositados en el Tesoro Público y en el Sistema Financiero Privado (43,6% del total), seguido de los fondos y recursos destinados para fines específicos (29,3%) y de los recursos propios del Tesoro Público (21,8%). (Ver detalle en Cuadro N° 02). Asimismo, por fuente de financiamiento estos activos financieros se componen principalmente de la recaudación tributaria (RO), las operaciones de



“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

endeudamiento (ROOC), las transferencias (RD) y los ingresos propios de las entidades públicas (RDR).

Cuadro N° 02
Activos financieros del SPNF por titularidad y fuente
(Millones de soles)

Por titularidad y fuente	dic-16		ago-17		Consideraciones de uso
	Saldo	Part. (%)	Saldo	Part. (%)	
1. Recursos propios del Tesoro Público	30 370	25,5	25 419	21,8	Son recursos que provienen de recaudación tributaria (RO) y operaciones de endeudamiento (ROOC). Se orientan principalmente a cubrir gastos presupuestados, pago del servicio de deuda y gastos en proyectos de inversión.
1.1. Recursos Ordinarios (RO)	15 201	12,8	10 766	9,2	
1.2. Recursos por Operaciones de Crédito (ROOC)	15 169	12,7	14 653	12,5	
2. Fondos, recursos destinados y comprometidos	35 939	30,2	34 252	29,3	Proviene de diversas fuentes y, según normatividad, cuentan con sus propias reglas de acumulación y gasto. A fin de mantener reservas de liquidez para enfrentar situaciones de inestabilidad se tiene al FEF y a la RSL. Asimismo, existen otros fondos orientados a la inversión pública, la innovación tecnológica y otros.
2.1. Fondo de Estabilización Fiscal (FEF)	27 681	23,3	26 750	22,9	
2.2. Reserva Secundaria de Liquidez (RSL)	5	0,0	410	0,4	
2.3. Otros Fondos	6 148	5,2	4 738	4,1	
2.4. Recursos destinados y comprometidos	2 105	1,8	2 353	2,0	
3. Recursos de entidades públicas en el Tesoro Público	16 165	13,6	19 694	16,9	Proviene principalmente de ingresos propios de las entidades públicas y de transferencias del Tesoro Público. Según la fuente de financiamiento, se destinan a cubrir los planes de inversión y el gasto corriente de las propias entidades. Gran parte de estos recursos se encuentran en la Cuenta Única del Tesoro (CUT).
3.1. Recursos Determinados (RD)	7 626	6,4	9 613	8,2	
3.2. Recursos Directamente Recaudados (RDR)	4 619	3,9	4 284	3,7	
3.3. Donaciones y Transferencias (DyT)	2 558	2,1	3 880	3,3	
3.4. Otros recursos	1 362	1,1	1 918	1,6	
4. Recursos de entidades públicas en el Sistema Financiero Privado	29 919	25,1	31 205	26,7	Estos recursos corresponden principalmente a activos intangibles. Por ejemplo, los recursos del FCR tienen como fin respaldar las obligaciones de los regímenes pensionarios a cargo de la ONP y, en el caso de ESSALUD, los recursos tienen como finalidad constituir ingresos para apoyar los gastos de prestaciones de salud.
4.1. Fondo Consolidado de Reserva (FCR)	14 080	11,8	16 104	13,8	
4.2. Empresas - FONAFE	4 807	4,0	4 361	3,7	
4.3. EsSalud	3 896	3,3	4 089	3,5	
4.4. Gobierno General	7 136	6,0	6 651	5,7	
5. Cuentas por cobrar	6 580	5,5	6 265	5,4	Son principalmente recursos obtenidos por el Gobierno Central a través de operaciones de endeudamiento para ser transferidos a favor de una entidad pública responsable de la atención del servicio de deuda.
TOTAL	118 972	100,0	116 835	100,0	

Fuente: MEF- DGETP

Si bien el nivel de activos financieros del SPNF sugiere que se cuenta con un margen de maniobra importante para el financiamiento de los próximos años y gran capacidad de respuesta ante escenarios adversos, se enfatiza la importancia del endeudamiento para cubrir necesidades de financiamiento, toda vez que gran parte de estos activos son de titularidad de las entidades del SPNF o son parte de fondos que cuentan con reglas de gasto según normatividad, entre los que se destaca el Fondo de Estabilización Fiscal (FEF).

“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

3.1.2. Análisis del portafolio de activos

a. Estructura por instrumento

Respecto a los activos administrados por el Tesoro Público, al revisar cada grupo de cuentas se puede observar que los depósitos a plazo son el principal instrumento de rentabilización (78,4%). Estos depósitos se encuentran principalmente en el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) y, además, en coordinación con la política monetaria, se han venido rentabilizando excedentes a través de subastas realizadas por el BCRP en depósitos a plazo en el sistema financiero privado. Aunque la concentración en el BCRP no representa un riesgo de contraparte, se debe apuntar hacia un rebalanceo de los instrumentos y contrapartes que conforman este portafolio, buscando optimizar la relación retorno/riesgo.

Cuadro N° 03
Activos financieros del SPNF por instrumento
(Millones de soles)

Por instrumento	dic-16		ago-17		Variación YTD	
	Saldo	Part. (%)	Saldo	Part. (%)	Saldo	Var. (%)
<u>1. Recursos administrados por el Tesoro Público</u>	89 053	100,0	85 630	100,0	-3 423	-3,8
1.1. Cuenta corriente	15 440	17,3	11 826	13,8	-3 614	-23,4
1.2. Depósitos a plazo	66 688	74,9	67 148	78,4	460	0,7
1.3. Inversiones en valores	345	0,4	391	0,5	46	13,4
1.4. Cuentas por cobrar	6 580	7,4	6 265	7,3	- 315	-4,8
<u>2. Recursos administrados por las entidades públicas</u>	29 919	100,0	31 205	100,0	1 286	4,3
2.1. Cuenta corriente y de ahorro	6 123	20,5	6 351	20,4	228	3,7
2.2. Depósitos a plazo y otros	9 604	32,1	10 416	33,4	812	8,5
2.3. Inversiones en valores	14 192	47,4	14 438	46,3	246	1,7
TOTAL	118 972	100,0	116 836	100,0	-2 137	-1,8

Fuente: MEF- DGETP

Respecto a los activos administrados por las entidades públicas en el sistema financiero privado, se observa que las inversiones en valores son el principal instrumento de rentabilización, destacando los activos intangibles del Fondo Consolidado de Reserva (FCR) y EsSalud que se gestionan conforme a sus políticas y reglamentos de inversión. En tanto, las entidades públicas mantienen principalmente sus saldos en cuentas corrientes y depósitos, teniendo como marco de referencia a los Lineamientos de Gestión Global de Activos y Pasivos establecidos por el Tesoro Público.

b. Estructura por moneda

La estructura por monedas de los recursos administrados por el Tesoro se concentra en dólares, compuesto principalmente por los saldos del FEF, mientras que en los recursos administrados por las entidades públicas en el sistema



“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

financiero, destacan los soles, seguido por los dólares constituidos principalmente por los recursos del FCR. Ambos portafolios cuentan con un porcentaje significativo de dólares; sin embargo, el riesgo cambiario al que están expuestos se justifica considerando que, como reservas, deben estar denominadas en una moneda extranjera convertible.

Cuadro N° 04
Activos financieros del SPNF por monedas
(Millones de soles)

Por moneda	dic-16		ago-17		Variación YTD	
	Saldo	Part. (%)	Saldo	Part. (%)	Saldo	Var. (%)
1. Recursos administrados por el Tesoro Público	89 053	100,0	85 630	100,0	-3 423	-3,8
1.1. Soles	34 768	39,0	38 355	44,8	3 588	10,3
1.2. Dólares	52 003	58,4	46 074	53,8	-5 928	-11,4
1.3. Euros	347	0,4	378	0,4	32	9,1
1.4. Yenes	1 936	2,2	822	1,0	-1 114	-57,5
2. Recursos administrados por las entidades públicas	29 919	100,0	31 205	100,0	1 286	4,3
2.1. Soles	18 303	61,2	19 325	61,9	1 022	5,6
2.2. Dólares	11 551	38,6	11 865	38,0	313	2,7
2.3. Euros	65	0,2	15	0,0	- 49	-76,1
TOTAL	118 972	100,0	116 836	100,0	-2 137	-1,8

Fuente: MEF-DGETP

3.2. Pasivos Financieros

3.2.1. Posición de la deuda pública del SPNF

Al cierre de agosto de 2017, la deuda total del SPNF asciende a S/ 157 863 millones (23,2% del PBI)⁴, registrando un incremento de 8,2%, respecto al cierre de diciembre de 2016, que proviene básicamente del mayor saldo de valores en circulación (+26,3%), debido a la mayor emisión de bonos soberanos. En contraposición, los préstamos de multilaterales y bilaterales disminuyeron en 39,0%, con lo que la deuda de mercado se constituye como el pasivo más representativo (84,3% del total) dentro del portafolio de deuda del SPNF.

Por jurisdicción, se tiene que, a diferencia de los años anteriores, la deuda interna es la más representativa compuesta, en su mayoría, por bonos soberanos emitidos en el mercado local (88,3% de la deuda interna), en tanto que la deuda externa corresponde, principalmente, a bonos globales (73,9% de la deuda externa). Por su parte, en la estructura de la deuda **por monedas**, el sol ha tomado

⁴ De este total el 93% que equivale a S/ 146 164,8 millones corresponde al Gobierno Central Presupuestario. La definición de Gobierno Central Presupuestario incluye a todas las unidades que forman parte de los poderes ejecutivo, legislativo y judicial, pero no incluye a entidades que conforman unidades institucionales distintas como las universidades, beneficencias, organismos supervisores u otras unidades autónomas que juntos conforman el Gobierno Central. Las otras entidades o unidades institucionales que pertenecen a este nivel de gobierno, conforman el Sector Gobierno Central.



“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

mayor relevancia, incrementando su participación hasta 62,2%. Mientras que, **por tipo de tasa**, la posición a tasa fija alcanza el 86,5% del total.

Cuadro N° 05
Estado de la deuda pública del SPNF
(Millones de soles)

	dic-16		ago-17		Variación YTD	
	Saldo	Part. (%)	Saldo	Part. (%)	Saldo	Var. (%)
<u>POR ORIGEN</u>						
<u>Valores en Circulación</u>	<u>105 397</u>	<u>72,2</u>	<u>133 139</u>	<u>84,3</u>	<u>27 743</u>	<u>26,3</u>
Bonos globales	38 932	26,7	44 970	28,5	6 038	15,5
Bonos soberanos	64 820	44,4	85 670	54,3	20 851	32,2
Letras del Tesoro	1 464	1,0	2 325	1,5	861	58,8
Otros bonos	180	0,1	174	0,1	- 6	-3,5
<u>Préstamos</u>	<u>40 521</u>	<u>27,8</u>	<u>24 723</u>	<u>15,7</u>	<u>-15 798</u>	<u>-39,0</u>
Multilaterales	22 567	15,5	12 476	7,9	-10 090	-44,7
Club de Paris	4 902	3,4	3 181	2,0	-1 721	-35,1
Otros	13 052	8,9	9 066	5,7	-3 987	-30,5
<u>TOTAL</u>	<u>145 918</u>	<u>100,0</u>	<u>157 863</u>	<u>100,0</u>	<u>11 945</u>	<u>8,2</u>
<u>POR JURISDICCIÓN</u>						
Deuda externa	68 020	46,6	60 833	38,5	-7 187	-10,6
Deuda interna	77 898	53,4	97 030	61,5	19 132	24,6
<u>TOTAL</u>	<u>145 918</u>	<u>100,0</u>	<u>157 863</u>	<u>100,0</u>	<u>11 945</u>	<u>8,2</u>
<u>POR MONEDAS</u>						
PEN	79 485	54,5	98 149	62,2	18 664	23,5
USD	54 522	37,4	48 819	30,9	-5 703	-10,5
EUR	8 861	6,1	9 576	6,1	715	8,1
Otras	3 050	2,1	1 319	0,8	-1 731	-56,7
<u>TOTAL</u>	<u>145 918</u>	<u>100,0</u>	<u>157 863</u>	<u>100,0</u>	<u>11 945</u>	<u>8,2</u>
<u>POR TIPO DE TASA</u>						
Fija	113 372	77,7	136 490	86,5	23 118	20,4
Variable	22 424	15,4	11 429	7,2	-10 995	-49,0
VAC	4 684	3,2	4 848	3,1	163	3,5
ONP	5 437	3,7	5 096	3,2	- 341	-6,3
<u>TOTAL</u>	<u>145 918</u>	<u>100,0</u>	<u>157 863</u>	<u>100,0</u>	<u>11 945</u>	<u>8,2</u>

Fuente: MEF - DGETP

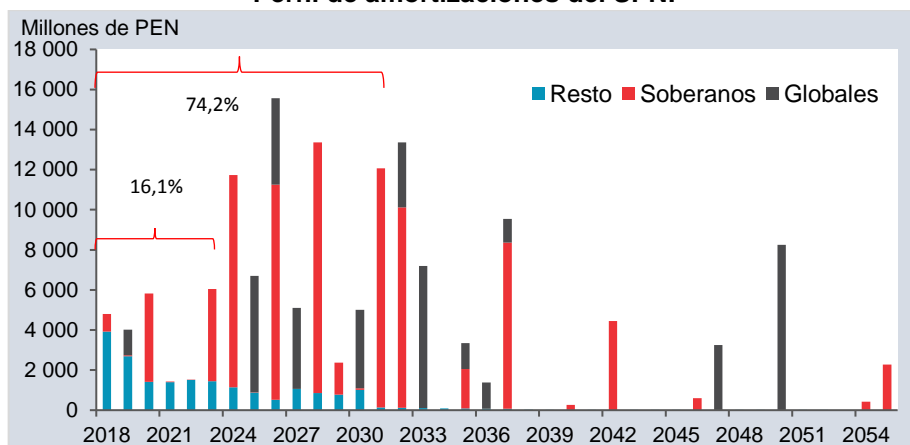
“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

3.2.2. Indicadores de riesgos financieros

a. Riesgo de refinanciamiento⁵

Este riesgo se mide a través del indicador de vida media del portafolio total de deuda pública que, al 31 de agosto de 2017, asciende a 13,29 años⁶ (14,36 años la externa y 12,56 años la interna). De acuerdo con el perfil de amortizaciones, la presión de pagos acumulado hasta el año 2023 alcanza el 16,1%; sin embargo, al año 2024 da un salto de 8 puntos porcentuales y, a partir de allí, la concentración se acelera rápidamente hasta el año 2032 en el que la acumulación llega al 74,2%. Aun cuando el monitoreo de este riesgo se torna relevante cuando involucra los vencimientos más cercanos, no se debe de perder de vista la concentración que se está generando en la parte media del perfil.

Gráfico N° 01
Perfil de amortizaciones del SPNF



Fuente: MEF - DGETP

b. Riesgo cambiario

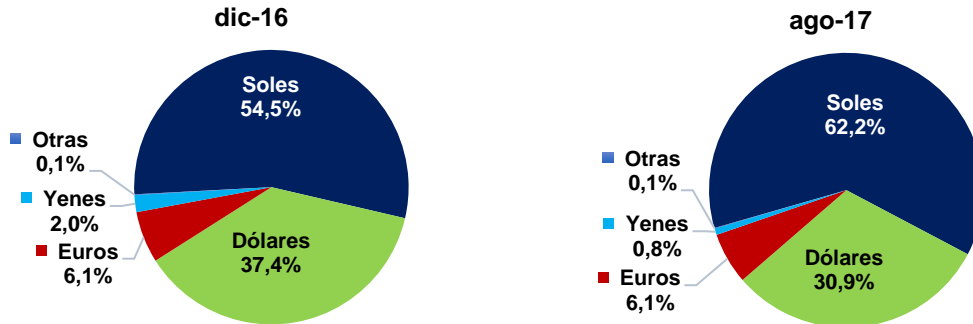
Se ha logrado incrementar la solarización de la deuda pública; sin embargo, todavía se tiene una parte importante de la deuda en moneda extranjera (37,8%), siendo el dólar estadounidense el más representativo con el 30,9% seguida del euro con el 6,1%.

⁵ El riesgo de refinanciamiento está dado por la posibilidad de refinanciar los vencimientos de deuda a costos elevados o, en el caso extremo, que estos no puedan ser renovados. Este riesgo se incrementa en la medida que exista una concentración de vencimientos en períodos determinados y se agudiza por la estructura de monedas de los mismos.

⁶ Calculada a partir de la base de datos de deuda pública al 31.08.17.

“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

Gráfico N° 02
Estructura de la deuda del SPNF por moneda



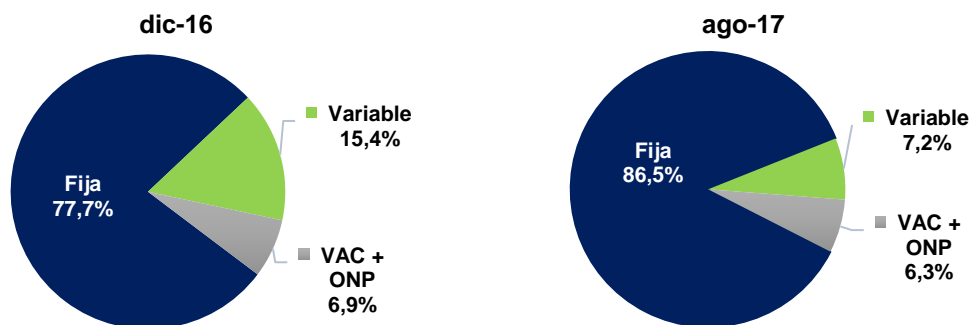
Fuente: MEF - DGETP

Con un análisis de sensibilidad, utilizando la métrica de valor en riesgo por el método histórico, al 99% de confianza en el horizonte de un año, la deuda en moneda extranjera podría incrementarse como máximo en S/ 7 445,5 millones (1,1% del PBI), con lo que la solarización de la deuda caería a 59,4%. En tanto que el servicio de la deuda, proyectada al año 2018, podría aumentar como máximo en S/ 747,2 millones (0,1% del PBI) en el horizonte de un año al 99% de confianza, esto ante una depreciación de la moneda local frente al resto de monedas en las que el Tesoro mantiene pasivos.

c. Riesgo de tasa de interés

La exposición a las tasas de interés se redujo significativamente con lo que se consolida la certeza de los flujos futuros del servicio de deuda pública del SPNF.

Gráfico N° 03
Estructura de la deuda del SPNF por tipo de tasa



Fuente: MEF – DGETP

El análisis de valor en riesgo, ante incrementos en la tasa Libor a 6 meses, considera un aumento máximo de S/ 85,3 millones anuales en el pago de intereses hasta el año 2021, esto al 99% de confianza.

Haciendo un balance de riesgos de la posición pasiva del SPNF, el riesgo más relevante es el del tipo de cambio, ya que el 37,8% de la deuda se encuentra

“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

denominada en moneda extranjera. En tanto, respecto al riesgo de tasa de interés, el riesgo es reducido debido a la baja proporción de deuda a tasa flotante. Finalmente, en el corto plazo, el riesgo de refinanciamiento se torna tolerable, en tanto existe una baja concentración de vencimientos y disponibilidad de fondos.

Cuadro N° 06
Resumen de indicadores de exposición al riesgo de la deuda del SPNF

Indicador	Diciembre 2016	Agosto 2017
Riesgo de moneda		
Participación de la deuda en MN	54,5%	62,2%
Riesgo de tasa de interés		
Deuda a tasa fija/ Deuda total	77,7%	86,5%
ATR (años)	11,4	12,7
Riesgo de refinanciamiento		
Vida media (años)	12,5	13,1
Concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses	4,2%	4,7%

Fuente: MEF - DGETP.

3.3. Vínculos de la gestión global de activos y pasivos

En el año 2013, se elaboró la EGGAP que, junto con sus actualizaciones, contienen las políticas, los objetivos y las metas más relevantes para la estrategia financiera del Tesoro, así como también detalla los lineamientos y acciones generales que deberán observar todas las entidades o unidades institucionales que conforman el SPNF.

3.3.1. Principales logros alcanzados

Desde el año 2013, se han dado avances importantes que vienen apoyando favorablemente la gestión de los activos y pasivos financieros.

En la gestión de activos

- La constitución de la Reserva Secundaria de Liquidez (RSL) y el Fondo de Intervenciones ante la Ocurrencia de Desastres Naturales (FONDES).
- La realización de subastas de los excedentes temporales de liquidez del Tesoro y de las entidades públicas.

En la gestión de pasivos

- La aplicación de un Programa de Subastas Ordinarias de Títulos del Tesoro.
- La priorización del financiamiento de proyectos de infraestructura mediante fondos provenientes de subastas de títulos del Tesoro.
- La mitigación de los riesgos de refinanciamiento y de mercado en la estructura de la deuda pública a través de operaciones de administración de deuda (OAD) financiado con recursos captados en el mercado de valores de deuda pública local, lo que a su vez ha impulsado su desarrollo.

En la gestión de tesorería

- Los avances en la centralización de los recursos que financian el Presupuesto del Sector Público en la Cuenta Única del Tesoro (CUT).

“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

- La mayor utilización de medios electrónicos para operaciones de pagaduría realizados por entidades del Gobierno.

En la estructura de mercado

- Se mantiene el Índice del Tesoro Público que representa una referencia de rendimiento libre de riesgo de crédito para los participantes del mercado local. Sobre el mismo, se constituyó el Fondo de Deuda Soberana (FDS) con el objetivo de contribuir a dinamizar el mercado secundario de valores de deuda pública del Perú.
- La implementación de la plataforma I-Link de Euroclear, la que permite a inversionistas extranjeros tener acceso a bonos peruanos en soles, diversificando la base de tenedores de títulos del Tesoro.
- La ampliación de la base de inversionistas y desarrollo del mercado secundario de títulos del Tesoro.

Finalmente, se lograron superar las siete metas cuantitativas que se establecieron en el Programa Anual de Endeudamiento y Administración de Deuda 2017 (PAEAD). Estos resultados obedecen al mayor nuevo endeudamiento en soles y a tasa fija realizada en el período, así como a la ejecución de OAD.

Cuadro Nº 07
Evaluación de las metas cuantitativas referenciales del PAEAD 2017

Indicador	Rango al cierre de diciembre de 2017	Resultado final diciembre 2017 ^{1/}
Porcentaje de soles en el portafolio ^{2/}	44,8% - 59,3%	63,3%
Porcentaje de deuda a tasa fija en el portafolio	72,2% - 74,8%	88,9%
Proporción de deuda interna en el saldo bruto	44,1% - 58,6%	62,5%
Vida media (años)	11,9 - 12,7	12,8
Reprecio medio (años)	10,2 - 11,6	12,4
Concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses ^{3/}	3,8% - 3,4%	3,0%
Porcentaje del flujo de financiamiento en moneda local ^{4/}	41,6% - 65,7%	96,7%

Fuente MEF - DGETP.

1_/ Todos los indicadores mostrados corresponden solo al Gobierno Central y son datos preliminares.

2_/ Incluye el efecto de derivados financieros contratados y equivalentes al 0,3%.

3_/ Indicador que mide la presión más inmediata de pagos.

4_/ Incluye el financiamiento de las operaciones de administración de deudas.

3.3.2. Configuración de nuevos retos

No obstante, para continuar con la implementación de la gestión global de activos y pasivos, se han encontrado dificultades y retos los que se requieren superar:

a. Mejorar la disponibilidad de información y predictibilidad de flujos de ingresos y gastos

La gestión integral de la Tesorería requiere contar con información oportuna y confiable de los saldos de sus activos y pasivos financieros y, a la vez, de sus flujos de ingresos y egresos a fin de garantizar la disponibilidad de fondos para cumplir los compromisos de pago al menor costo, minimizando sus riesgos. La realización de pronósticos acertados es un reto para muchos países, que se



“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

dificulta por la capacidad de obtener información de toda la data relevante para elaborar los planes y proyecciones de caja⁷. Asimismo, se hace importante contar con la posición de activos y pasivos financieros y de sus condiciones para el monitoreo del riesgo estructural de balance.

En cuanto a la predictibilidad de los flujos, hay que mencionar que las entidades públicas recaudan sus recursos propios de los que el Tesoro requiere disponer en base a sus proyecciones acertadas. Por el lado del gasto, a pesar de contar con la Programación del Calendario de Pagos que, a su vez, es empleada como una herramienta de control de gasto, la información que esta recopila puede generar estimaciones sesgadas.

El proceso de registro y consolidación de los activos y pasivos financieros de las entidades de los tres niveles de Gobierno está expuesto a un alto riesgo operativo. Es así que los procesos actuales presentan limitaciones para la generación de estadísticas oportunas y de alta confiabilidad, dificultando la gestión global de activos y pasivos para la Hacienda Pública, la vigilancia del cumplimiento de las políticas y de la conciliación contable, reportada a nivel individual y agregado.

En este sentido, es necesario implementar herramientas informáticas que permitan registrar de manera uniformizada y estandarizada y que se rijan según los estándares internacionales de contabilidad, de información financiera y de estadísticas fiscales, de los saldos de activos y pasivos financieros y de los ingresos y egresos de las entidades que conforman la Hacienda Pública. De esta manera se logra una programación del flujo de caja alineada a una gestión eficiente de los recursos financieros del Estado⁸. Actualmente, el Tesoro ha desarrollado una herramienta de registro de saldos de activos y pasivos financieros que se implementará próximamente. Sin embargo, se requiere desarrollos posteriores y respaldo legal para disponer de la información de los flujos de caja.

b. Dinamizar la gestión de los activos financieros

En los últimos años, las entidades públicas, producto de la acumulación de saldos no ejecutados de recursos propios y transferencias (canon, regalías mineras, entre otros), han incrementado sus activos financieros. Estos recursos son mantenidos tanto en la CUT como en el Sistema Financiero.

Además de mantener estos saldos no ejecutados (saldos de balance), las entidades públicas perciben una asignación presupuestaria con recursos del Tesoro Público. En ese sentido, para la mejora de la gestión de activos financieros, se requiere promover, en el proceso de programación presupuestal, la prelación de fuentes de financiamiento que acumulan saldos de balance, promoviendo el uso de saldos acumulados por parte de las entidades y permitiendo orientar, eficientemente, los recursos gestionados por el Tesoro Público.

⁷ Liener, Ian., 2009. *Modernización de la Gestión de Caja*. Fondo Monetario Internacional.

⁸ Las experiencias internacionales sugieren que los buenos pronósticos de caja se apoyan, en gran medida, en las unidades ejecutoras del gasto y las agencias tributarias que conocen mejor los flujos de caja.



“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

Sumado a lo anterior, se debe buscar nuevas alternativas para rentabilizar los excedentes temporales, profundizando los avances referidos a la institucionalidad con que el Tesoro cuenta para gestionarlos. Asimismo, es importante lograr una mayor consistencia entre los objetivos de los fondos y sus respectivas políticas de inversión.

c. Implementar nuevas herramientas para profundizar y desarrollar el mercado de valores de deuda pública

A partir de las estrategias anteriores, se planteó el desarrollo del mercado de operaciones de reporte y la creación de un FDS para darle profundidad y dinamismo al mercado de valores de deuda pública, los que se reforzarán para dinamizar el mercado primario y secundario.

En relación al desarrollo del mercado de operaciones de reporte se han realizado avances en materia reglamentaria; sin embargo existen aspectos que están en procesos de revisión. La implementación de las operaciones de reporte permitirá proveer de liquidez a los títulos del Tesoro.

Luego de la implementación del FDS, este fondo buscará ser accesible al público general, a través de un cambio de su estructura hacia la de un Exchange-Traded Fund (ETF); es decir, un fondo cotizado en una bolsa local y/o en el exterior. Con ello, se facilitaría el acceso a los agentes que deseen invertir en bonos soberanos peruanos al reducirse los costos de transacción, incrementándose el volumen de negociación de estos valores.

De esta manera, resulta necesario consolidar una gestión integral de la Tesorería del Gobierno con información oportuna y completa de ingresos y egresos, independientemente de la fuente de financiamiento, de la Hacienda Pública, que permita una mayor cobertura de la programación financiera del flujo de caja y una gestión más eficiente de los recursos financieros, así como la oferta de nuevos instrumentos para el desarrollo del mercado de deuda, en concordancia con los estándares de OECD y de las buenas prácticas internacionales, en materia de gestión de finanzas públicas.

IV. NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO DEL SPNF

El MMM 2018-2021 publicado en agosto de 2017 estimó, en concordancia con el balance fiscal esperado y el flujo de pagos de la deuda pública, los requerimientos de financiamiento del SPNF para los próximos cuatro años.

“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

Cuadro Nº 08
Programación de necesidades financieras MMM 2018-2021

(Millones de soles)

Año	Déficit Fiscal	% del PBI	Amortizaciones	% del PBI	total	% del PBI
2018	26 266	3,5%	3 536	0,5%	29 802	4,0%
2019	23 111	2,9%	5 796	0,7%	28 908	3,6%
2020	17 843	2,1%	8 349	1,0%	26 192	3,1%
2021	9 045	1,0%	3 958	0,4%	13 003	1,4%

Fuente: MEF - DGPMAC.**Nota 1:** El monto para el año 2018 incluye S/ 6 887 millones de prefinanciamiento. De este importe, a octubre de 2017, se ha colocado S/ 5 835,3 millones, que equivale al 52% del total requerido. También incluye el FONDES.**Nota 2:** El monto del año 2018 incluye S/ 4 390 millones provenientes de préstamos para PetroPerú. El monto del año 2019 incluye S/ 3 411 millones provenientes de la emisión de un bono externo de Petroperú por US\$ 1 000 millones.

Aun cuando el Perú viene de experimentar un importante crecimiento económico, apoyado principalmente por un entorno internacional favorable y por elevados precios de materias primas, principalmente en el sector minero metálico⁹, esta estructura de financiamiento podría alterarse, en tanto organismos como el Fondo Monetario Internacional (FMI) estimen que las amenazas al crecimiento potencial y la estabilidad financiera del país son ligeramente mayores a las oportunidades en el contexto internacional. Internamente, también, podría alterarse este equilibrio con eventos de desastres naturales, por ejemplo.

En esa línea, el FMI ha identificado los siguientes riesgos externos: (i) la incertidumbre en la política económica en países como Estados Unidos, y su crecimiento económico que no termina de consolidarse, lo que puede afectar las exportaciones del país y restringir las condiciones financieras domésticas; (ii) la apreciación del dólar y tasas de interés más altas, lo que puede promover la salida de capitales del Perú y generar inestabilidad en el sistema financiero; y (iii) el continuo crecimiento económico modesto en países desarrollados y emergentes, incluyendo la desaceleración económica en China. La débil demanda global puede limitar el crecimiento económico del país a través de menores exportaciones. El FMI estima que estos riesgos presentan alta probabilidad de ocurrencia, especialmente la presencia de incertidumbre en relación a las políticas de otros países.

Estos factores de riesgo se traducen en un menor crecimiento, en una reducción de la recaudación tributaria, en la ampliación del déficit fiscal y, por tanto, en un mayor endeudamiento. Sin embargo, el Perú podrá utilizar una parte de sus reservas fiscales así como tomar mayores créditos externos que suplan al financiamiento del mercado de capitales, sin que ello amenace el mantenimiento de los niveles de deuda por debajo del 30% del PBI. De esta manera y, de ser el caso, se estaría impulsando la recuperación económica, sin deteriorar significativamente el perfil de deuda del

⁹ De acuerdo FMI, el Perú ha crecido en promedio 5,25% anual desde el 2000, contribuyendo a la reducción de la pobreza y el desempleo. El establecimiento de marcos de política económica y financiera y las reformas estructurales han apoyado el crecimiento peruano y la mejora de los indicadores sociales. También destaca la reciente implementación de reformas que apuntan a modernizar la economía y mantener el crecimiento. Estas incluyen nuevos marcos regulatorios para promover la inversión pública y las APP, los esfuerzos por reducir las trabas burocráticas para mejorar el clima de negocios, la mejora de la transparencia fiscal, entre otros.



“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

país, además de implementar políticas anticíclicas para apoyar los esfuerzos de reconstrucción y recuperación económica.

V. FUENTES DE FINANCIAMIENTO

Se tiene previsto que las necesidades financieras del SPNF se financien principalmente con la captación de recursos del mercado de capitales en soles. También se continuará recibiendo desembolsos de organismos multilaterales y bilaterales, orientados a financiar proyectos de inversión.

5.1. Bonos soberanos

El mercado de valores de deuda pública en soles se ha constituido como una de las principales fuentes de captación de recursos para hacer frente a las necesidades fiscales de los últimos años. Es así que hoy el tamaño de este mercado alcanza el 12,6% del PBI¹⁰ (hasta el año 2013 se había alcanzado el 6,4% del PBI) y, con ello, no solo se ha modificado la estructura de la deuda pública del SPNF en soles (al 31 de agosto de 2017 ascendió a 62,2%), sino que también se ha fortalecido el mercado secundario (hoy el volumen de negociación promedio mensual asciende a S/ 7 053 millones¹¹), lo que lo hace más competitivo y contestable, con lo que el Perú se mantiene en la senda de alcanzar el desempeño de otros países cuyos mercados son mucho más grandes, líquidos y profundos.

En lo que va del año 2017¹², se ha emitido bonos soberanos, a través del programa de subastas ordinarias, por un importe de S/ 10 830 millones, destinado a financiar proyectos de inversión pública, pago de deuda y para prefinanciar las necesidades fiscales del año 2018.

En tal sentido, se ha estimado la demanda de bonos soberanos para los siguientes años, considerando los efectos de diversos factores como el crecimiento del saldo de los fondos totales¹³, la participación de los bonos soberanos en la estructura de fondos¹⁴, el cambio de bonos que vencen por nuevas emisiones de bonos¹⁵, entre otros.

¹⁰ El volumen de títulos del Tesoro, en circulación a octubre de 2017, asciende a S/ 85 371 millones. Asimismo, para el cálculo del ratio se utilizó el PBI nominal a junio de 2017 publicado por el Banco Central de Reserva del Perú.

¹¹ Promedio simple de los montos negociados entre enero-octubre de 2017.

¹² Al 20 de octubre de 2017.

¹³ En la medida en que se incrementen vegetativamente los fondos que manejan los inversionistas, se presenta un crecimiento proporcional en la demanda por los distintos instrumentos de inversión (acciones, bonos, etc.), incluidos los bonos del Tesoro.

¹⁴ Los inversionistas institucionales suelen mantener una estructura de inversión que observa límites de concentración y diversificación de impuestos como parte de sus políticas de riesgo, las que suelen tener muy pocos cambios en el tiempo y, por tanto, el crecimiento de sus fondos aumenta en forma proporcional a la demanda por títulos del Gobierno dentro de su portafolio.

¹⁵ La redención de bonos soberanos emitidos es reemplazada por los mismos instrumentos (nuevas emisiones), de manera que los inversionistas institucionales pueden mantener la participación de estos papeles en sus fondos, independientemente del aumento gradual de sus tenencias.



“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

Cuadro N° 09
Monto de demanda potencial de bonos soberanos período 2018-2020
(En millones de soles)

Demanda	2018	2019	2020	Promedio anual
Total	[8 168 - 11 006]	[8 812 - 11 686]	[9 289 - 12 358]	[9 786 - 12 713]

Fuente: MEF - DGETP.

Los rangos de demanda estimada de títulos del Tesoro por parte de los inversionistas locales e internacionales garantiza la continuidad de la emisión de bonos soberanos en el mercado doméstico como la principal fuente de financiamiento de los requerimientos fiscales, lo que permitirá seguir consolidando el mercado de valores de deuda pública en volumen y profundidad, aun cuando se avizoran algunos efectos contrarios como resultado del proceso de normalización de las políticas monetarias de los países más desarrollados que podrían generar turbulencia y volatilidad en la demanda por títulos del Tesoro en monedas locales de países emergentes.

5.2. Bonos globales

En tanto las condiciones del mercado de valores de deuda pública en soles sean favorables y en línea con el objetivo de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos, el Gobierno Central prescindirá de emitir bonos en moneda extranjera.

5.3. Créditos externos e internos

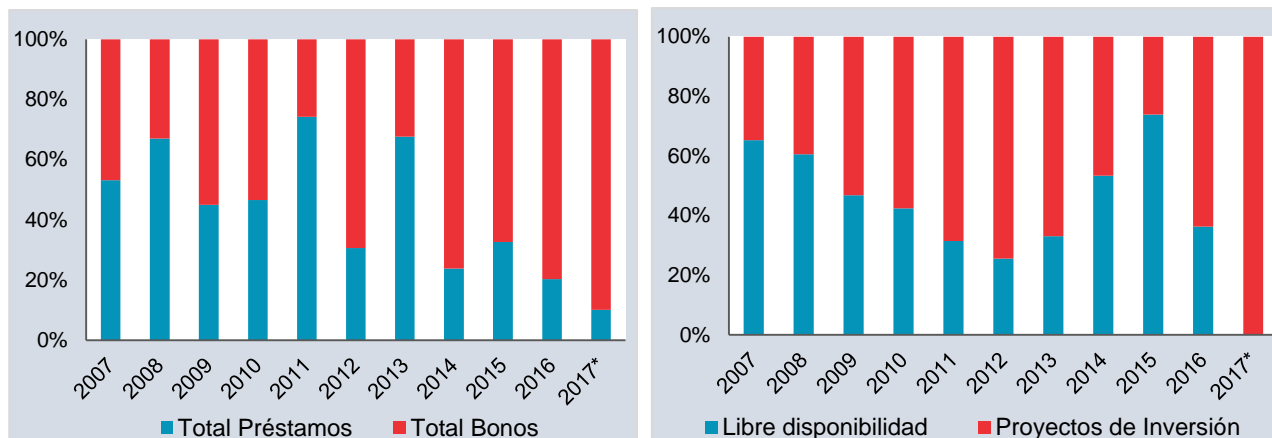
Otra fuente de financiamiento importante, con la que cuenta el país, la constituyen los organismos multilaterales y bilaterales (plano externo) y el Banco de la Nación (plano interno).

En los últimos 10 años, el promedio anual de desembolsos recibidos por créditos externos e internos alcanzó alrededor del 38% con una tendencia decreciente en los últimos años (ver Gráfico N° 04). Del total de préstamos observados en este período, alrededor del 77%, en promedio, corresponden a recursos recibidos de los organismos multilaterales y bilaterales, y alrededor del 51% del monto desembolsado por estos acreedores han sido orientados a financiar proyectos de inversión pública¹⁶. En el referido gráfico, se observa que la tendencia de este componente ha sido creciente hasta el año 2012, con un retroceso en los siguientes tres años, para luego recuperarse a partir de 2016.

¹⁶ Se debe considerar que estos acreedores no solo proveen el financiamiento sino que, además, brindan asistencia técnica para la implementación de los proyectos a los que están orientados sus recursos.

“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

Gráfico N° 04
Participación de los préstamos en el total de los desembolsos ejecutados y su destino


Fuente: MEF - DGETP.

(*) Al tercer trimestre de 2017.

Los principales acreedores son el BID y BM que, en los últimos 10 años suman en promedio alrededor del 64%, seguido de la CAF y JICA con el 29% del total.

A partir de este análisis y con la finalidad de continuar incrementando la participación de la moneda local en la estructura de la deuda bruta del SPNF, el nivel del nuevo endeudamiento proveniente de préstamos estará sujeto a la aprobación del Comité de Gestión de Activos y Pasivos y los recursos se destinarán prioritariamente a financiar proyectos de inversión.

VI. ESTRATEGIA 2018-2021

6.1. Visión de largo plazo

Se ha hecho una primera aproximación de algunos indicadores objetivo de la deuda pública del SPNF basado en el modelo de descalce desarrollado por Calvo, Izquierdo y Talvi¹⁷, en la que se han definido indicadores referenciales de largo plazo.

Cuadro N° 10
Indicadores con valores referenciales de largo plazo

Indicador	Valores referenciales	Rango
Ratio de deuda en moneda extranjera con respecto a la moneda nacional	22 : 78	+ / - 3%
Ratio de tasa de interés fija respecto a la variable	95 : 5	+ / - 2%
Vida media (años)	11	+ / - 2

Fuente: DGETP - MEF

Para alcanzar estos indicadores de largo plazo, la estrategia estará dirigida a: (i) aumentar la participación de la deuda en moneda nacional; (ii) aumentar la

¹⁷ Ver Anexo 3.

“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

participación de la deuda a tasa fija; y (iii) alcanzar una vida promedio de deuda que equilibre costos y riesgos.

6.2. Meta estratégica de mediano plazo

Definidos los indicadores referenciales de largo plazo, se ha estimado un rango de metas cuantitativas de algunos indicadores de seguimiento de la deuda pública del SPNF al cierre del año 2021, para lo que se ha considerado proyecciones sobre las condiciones del mercado, el entorno macro y los análisis costo-riesgo¹⁸. En el siguiente cuadro se resume estos indicadores:

Cuadro N° 11
Proyecciones referenciales de indicadores de la deuda bruta del SPNF al 2021 (*)

Concepto	Rango previsto al cierre de diciembre 2021
Porcentaje de soles en el saldo bruto	65,5% - 70,7%
Porcentaje de deuda a tasa fija nominal en el saldo bruto	85,9% - 87,3%
Proporción de deuda interna en el saldo bruto	65,4% - 70,6%
Vida media (años)	11,0 - 11,2
Reprecio medio (años)	10,5 - 10,6
Concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses 1_/	6,6% - 6,1%
Porcentaje del flujo de financiamiento en moneda local 2_/	79,8% - 85,6%

Fuente: MEF- DGETP

(*) Incluye derivados de cobertura y no incluye letras del Tesoro.

1_/ Indicador que mide la presión más inmediata de pagos.

2_/ Incluye el financiamiento de las operaciones de administración de deuda.

6.3. Acciones estratégicas

Desde el año 2013 se ha establecido diversas acciones estratégicas conducentes a fortalecer la gestión de los activos y pasivos públicos. Muchas de estas acciones ya se han implementado y han contribuido al fortalecimiento del papel del endeudamiento público y la tesorería.

Sin embargo, todavía hay espacios por cubrir en la modernización del Tesoro respecto al alcance de algunos objetivos y metas propuestos en materia de la gestión de los activos y pasivos financieros y que están contenidas en las acciones estratégicas que ya han sido publicadas y que están vigentes. En ese sentido, a continuación se sintetiza algunas acciones estratégicas que contribuirán con la modernización del Tesoro en línea con las mejores prácticas internacionales:

- **Mejorar la predictibilidad de las necesidades de financiamiento**

La estrategia estará dirigida a implementar progresivamente una gestión activa de caja, de manera segura y transparente; a continuar con la implementación de la centralización de saldos de las entidades públicas del SPNF; a regular el flujo de información sobre pronósticos de cobros y pagos de las entidades públicas; y a implementar herramientas informáticas.

¹⁸ Ver Anexo 4.



“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

- **Desarrollar una estructura de balance óptima combinando liquidez y costo**

La estrategia se centrará en definir un portafolio óptimo de los activos y pasivos financieros, promoviendo la fungibilidad de gasto y la prelación del uso de fuentes, permitiendo orientar con mayor eficiencia los recursos recaudados por el Tesoro Público. Además, se buscará mejorar la gestión de los excedentes temporales de liquidez de los recursos y fondos administrados por el Tesoro, reduciendo así su costo de oportunidad. En tanto, el nivel del nuevo endeudamiento por préstamos estará sujeto a la aprobación del Comité de Gestión de Activos y Pasivos y los recursos serán prioritariamente destinados a financiar proyectos de inversión.

- **Desarrollar el mercado de valores de deuda pública en soles, manteniendo un perfil adecuado de deuda**

La estrategia estará dirigida a incrementar la base de los tenedores de deuda pública, a refrescar mediante subastas programadas los vértices de la curva de rendimientos, a generar volúmenes de deuda atractivos para cada nuevo vértice y fortalecer la emisión de letras del Tesoro, sin descuidar la exposición al riesgo de mercado y de refinanciamiento que pueda generarse a partir de la concentración de vencimientos.

También la estrategia se orientará a impulsar nuevas herramientas para mejorar la infraestructura de los sistemas con los que opera el mercado, a repotenciar el papel que juegan los Creadores de Mercado, a generar un mercado más contestable y competitivo; a aumentar el acceso directo a la deuda pública de las personas de a pie como instrumento de ahorro; a construir referencias de rentabilidad libre de riesgo en soles para los fondos mutuos y fondos de pensiones; y a reducir el riesgo sistémico de compensación y liquidación de operaciones bajo la ley peruana.

- **Mantener un plan de financiamiento para el manejo de escenarios actualizados de estrés y contingentes.**

La estrategia estará dirigida a mantener un análisis de escenarios de estrés para el diseño de un plan de financiamiento orientado a retener, mitigar o transferir el riesgo ante *shocks* adversos. Este plan buscará una estructura óptima entre el costo y la cobertura, considerando diversos instrumentos que se empleen como contingentes.



“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

ANEXO 1: Programa Anual de Endeudamiento y Administración de Deuda 2018

En el marco del Artículo 14º del Texto Único Ordenado de la Ley N° 28563, Ley General del Sistema Nacional de Endeudamiento, aprobado por el Decreto Supremo N° 130-2017-EF y sus modificatorias, en el año 2017 se formula el Programa Anual de Endeudamiento y Administración de la Deuda aplicable para el año 2018, cuyas políticas, objetivos y metas cuantitativas, desde una perspectiva de largo plazo, pero en forma compatible con las metas fiscales consideradas en el MMM 2018-2021 y que forman parte de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos 2018-2021.

La gestión de la deuda pública ha tenido avances importantes en el cambio de estructura de la deuda pública en términos de monedas y tasas de interés logrando posicionarse por encima del 60%, la participación de la moneda local y, por encima del 80%, los préstamos a tasa fija. En esa línea también se ha avanzado con la profundización del mercado de valores deuda pública, con un volumen de títulos en circulación que supera el 12% del PBI.

Estos logros responden al compromiso del Ministerio de Economía y Finanzas respecto a mantener la disciplina fiscal y la prudencia macroeconómica vigente, cuyo resultado se ve reflejado en la calificación de riesgo y perspectiva estable que ostenta el Perú, en un escenario de incertidumbre para la región en el que nuestros principales referentes experimentaron algún deterioro en su perfil de riesgo soberano.

En ese sentido, el Programa Anual de Endeudamiento y Administración de Deuda se constituye en el vehículo para regular fundamentalmente la captación de recursos para cubrir parte de los requerimientos de financiamiento del sector público a los más bajos costos posibles, sujetos a un grado de riesgo prudente y en concordancia con la capacidad de pago del país, además de mitigar los riesgos de mercado y de refinanciamiento de la estructura de la deuda pública y de contribuir al desarrollo del mercado de valores de deuda pública. Todo ello, en el marco de referencia de la gestión de los activos y pasivos financieros contenidos en los lineamientos¹⁹ de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos.

En la medida que los artículos 17 y 28 del Texto Único Ordenado de la Ley N° 28563, Ley General del Sistema Nacional de Endeudamiento, establecen los procedimientos para fijar el monto máximo de concertaciones de operaciones de endeudamiento que se debe considerar en el Programa Anual de Concertaciones de Operaciones de

¹⁹ Principios básicos para la gestión financiera:

- Optimización de la relación entre riesgo y rendimiento/costo.
- Centralización de la liquidez de flujos y saldos de fondos.
- Comparación de alternativas sobre una misma base comparable.
- Priorización de la mayor competencia posible en todo nivel.

Políticas financieras para la gestión de activos y pasivos:

- Profundizar el mercado de valores aumentando la deuda pública en soles.
- Mantener reservas de liquidez para enfrentar situaciones de inestabilidad.
- Rentabilizar los fondos públicos y reducir el costo de su liquidez.
- Reducir la prociclicidad de la deuda externa como fuente de vulnerabilidad.
- Mantener una sana estructura de financiamiento en la deuda indirecta.
- Ayudar a asegurar la sostenibilidad de la deuda pública neta.

Lineamientos tácticos para la gestión del riesgo estructural:

- Optimización de la gestión del riesgo de liquidez.
- Posición contracíclica frente al riesgo de tasas de interés.
- Diversificación del riesgo cambiario.
- Control del riesgo de concentración.



“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

Endeudamiento y el Programa Anual de Desembolsos, respectivamente, siendo uno de sus principales parámetros los objetivos, políticas y metas del Programa Anual de Endeudamiento y Administración de Deuda, a continuación se detalla las acciones que se deben de realizar en el año 2018 a fin de alcanzar las metas establecidas de los diferentes indicadores que miden el nivel de vulnerabilidad de las finanzas públicas; el desarrollo del mercado local de valores de deuda pública; la concentración del servicio de deuda, entre otros, y que son compatibles con los principios, las políticas financieras, los lineamientos tácticos y objetivo que se contemplan en la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos:

- El financiamiento de los requerimientos fiscales previstos en el MMM provendrá preferentemente del mercado local de valores de deuda pública en soles.
- En tanto las condiciones del mercado de valores de deuda pública en soles sean favorables y en línea con el objetivo de la Estrategia de Gestión Global de Activos y Pasivos, el Gobierno Central prescindirá de emitir bonos en moneda extranjera.
- Se continuará promoviendo el financiamiento de proyectos de inversión preferentemente con recursos en soles obtenidos del mercado de valores de deuda pública local.
- El nivel del nuevo endeudamiento proveniente de préstamos estará sujeto a la aprobación del Comité de Gestión de Activos y Pasivos y los recursos serán prioritariamente destinados a financiar proyectos de inversión.
- Se continuará subastando semanalmente letras del Tesoro para los plazos representativos de 3, 6, 9 y 12 meses por un saldo total que se propondrá no exceda los S/. 3 000 millones al cierre del año 2018.
- En el tramo corto, medio y largo se subastará semanalmente bonos soberanos para los plazos representativos de entre 1 y 4 años, entre 5 y 10 años y de más de 10 años.
- Mitigar el riesgo de refinanciamiento, evitando incrementar la concentración de títulos del Tesoro que cuentan con un costo desfavorable frente a las condiciones del mercado.
- En lo posible se realizarán subastas especiales que permitan continuar incrementado la liquidez del mercado secundario y el tamaño del mercado de valores de deuda pública en general. Estas emisiones se realizarán preferiblemente cuando las condiciones del mercado sean favorables a los intereses de la República.
- La liquidación de los bonos soberanos y de letras del Tesoro se realizarán bajo el esquema de pago contra entrega.
- En lo posible, se realizarán subastas especiales de intercambio de valores de deuda pública en moneda local, y se llevarán a cabo siempre que las condiciones de mercado sean favorables a los intereses de la República para mejorar el perfil de la deuda bruta. El objetivo de estas operaciones es facilitar, a cada tipo de inversionista, una oportunidad de rebalanceo de sus tenencias, en función a los perfiles u objetivos de sus portafolios de inversión.
- Se promoverá que el Fondo de Deuda Soberana se convierta en un *Exchange-Traded Fund* (ETF).
- Se realizarán operaciones de reporte con los títulos del Tesoro Público. El objetivo de estas operaciones es empezar a afinar el manejo de tesorería e incrementar la demanda de estos instrumentos y, por tanto, su liquidez en el mercado de valores de deuda pública.

“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

- Se fortalecerán los canales de comunicación con las agencias calificadoras de riesgo y con los inversionistas locales y extranjeros a fin de mantenerlos informados sobre la evolución de los indicadores de deuda y las acciones u operaciones que se prevean realizar.

Para cuantificar el efecto de estas acciones en la gestión de la deuda del SPNF, se han definido algunos indicadores de seguimiento, cuyos valores han sido determinados a partir de distintos escenarios determinísticos para fijar un rango referencial de metas a alcanzar al final del año 2018:

Metas cuantitativas referenciales del SPNF al cierre de 2018 (*)

Indicador	Rango al cierre de diciembre de 2018
Porcentaje de soles en el portafolio	58,9% - 62,5%
Porcentaje de deuda a tasa fija en el portafolio	85,6% - 86,2%
Proporción de deuda interna en el saldo bruto	58,3% - 62,0%
Vida media (años)	11,6 - 11,5
Reprecio medio (años)	10,9 - 11,0
Concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses 1_/	3,0% - 3,0%
Porcentaje del flujo de financiamiento en moneda local 2_/	58,8% - 66,1%

Fuente: MEF- DGETP

(*) Incluye derivados de cobertura y no incluye letras del Tesoro.

1_/ Indicador que mide la presión más inmediata de pagos.

2_/ Incluye el financiamiento de las operaciones de administración de deuda.

“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

ANEXO 2: Cronograma del Programa de Subastas Ordinarias de Títulos del Tesoro 2018

enero 2018 1							febrero 2018 2							marzo 2018 3						
D	L	M	M	J	V	S	D	L	M	M	J	V	S	D	L	M	M	J	V	S
	1	2	3	4	5	6			6	7	8	9	10			6	7	8	9	10
7	8	9	10	11	12	13	4	5	6	7	8	9	10	4	5	6	7	8	9	10
14	15	16	17	18	19	20	11	12	13	14	15	16	17	11	12	13	14	15	16	17
21	22	23	24	25	26	27	18	19	20	21	22	23	24	18	19	20	21	22	23	24
28	29	30	31				25	26	27	28				25	26	27	28	29	30	31

abril 2018 4							mayo 2018 5							junio 2018 6						
D	L	M	M	J	V	S	D	L	M	M	J	V	S	D	L	M	M	J	V	S
		3	4	5	6	7			1	2	3	4	5					1	2	
8	9	10	11	12	13	14	6	7	8	9	10	11	12	3	4	5	6	7	8	9
15	16	17	18	19	20	21	13	14	15	16	17	18	19	10	11	12	13	14	15	16
22	23	24	25	26	27	28	20	21	22	23	24	25	26	17	18	19	20	21	22	23
29	30						27	28	29	30	31			24	25	26	27	28	29	30

julio 2018 7							agosto 2018 8							septiembre 2018 9						
D	L	M	M	J	V	S	D	L	M	M	J	V	S	D	L	M	M	J	V	S
1	2	3	4	5	6	7				1	2	3	4							1
8	9	10	11	12	13	14	5	6	7	8	9	10	11	2	3	4	5	6	7	8
15	16	17	18	19	20	21	12	13	14	15	16	17	18	9	10	11	12	13	14	15
22	23	24	25	26	27	28	19	20	21	22	23	24	25	16	17	18	19	20	21	22
29	30	31					26	27	28	29	30	31		23	24	25	26	27	28	29
														30						

octubre 2018 10							noviembre 2018 11							diciembre 2018 12						
D	L	M	M	J	V	S	D	L	M	M	J	V	S	D	L	M	M	J	V	S
		2	3	4	5	6					1	2	3							1
7	8	9	10	11	12	13	4	5	6	7	8	9	10	2	3	4	5	6	7	8
14	15	16	17	18	19	20	11	12	13	14	15	16	17	9	10	11	12	13	14	15
21	22	23	24	25	26	27	18	19	20	21	22	23	24	16	17	18	19	20	21	22
28	29	30	31				25	26	27	28	29	30		23	24	25	26	27	28	29
														30	31					

- Los martes de cada mes: Subasta de letras del Tesoro.
- Los jueves de cada mes: Subasta de bonos soberanos.

De acuerdo con la Ley de Endeudamiento del Sector Público para el Año Fiscal 2018, el monto máximo de bonos soberanos a colocarse asciende a S/ 12 173,4 millones. Se ha previsto un rango referencial relativo a colocar según los siguientes plazos:

- [30% - 40%] para plazos <= a 5 años.
- [40% - 50%] para plazos > a 5 años y <= a 10 años.
- [20% - 30%] para plazos > a 10 años.

Términos y condiciones de la información contenida en este anexo: en caso que alguna fecha de subasta coincida con un día festivo, ésta podrá ser reprogramada. La Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público, previo a cada subasta, establecerá qué letras o bonos se colocarán en cada oportunidad. Asimismo, la Dirección General de Endeudamiento y Tesoro Público se reserva el derecho de modificar el calendario del Programa de Subastas Ordinarias de Títulos del Tesoro.

"Año del Buen Servicio al Ciudadano"

ANEXO 3: Visión de largo plazo

El objetivo²⁰ de una estrategia de deuda es garantizar que se satisfagan las necesidades de financiamiento del Gobierno, cumpliéndose las obligaciones de pago al menor costo posible y con un nivel prudente de riesgo, con énfasis en gestionar la exposición al riesgo²¹ implícita en la cartera de deuda específicamente, en las posibles variaciones del costo del servicio de la deuda y su efecto en el presupuesto. El resultado de la estrategia y sus logros deben conducir a una combinación de indicadores objetivo que permitan delimitar los niveles de riesgo cambiario y de tasas, en el que en su interior, Gobierno realiza las acciones de manejo de la deuda pública.

Visión de largo plazo

Los indicadores de largo plazo relacionados al calce cambiario y riesgos de tasas, apoyados por la estrategia son los siguientes:

Cuadro N° 12
Indicadores de largo plazo

Indicador	Metas estratégicas	Rango
Ratio de deuda en moneda extranjera con respecto a la moneda nacional	22 : 78	+ / - 3%
Ratio de tasa de interés fija respecto a la variable	95 : 5	+ / - 2%
Vida media (años)	11	+ / - 2

Fuente: DGETP - MEF

Estos objetivos pueden analizarse desde los recursos para hacer frente a obligaciones de deuda, esto es: (a) la capacidad productiva del país y (b) la volatilidad de los ingresos fiscales y de la presión tributaria.

a) Desde el lado de la capacidad productiva

El ratio objetivo de deuda en moneda extranjera (ME) con respecto a la moneda nacional (MN) indica el porcentaje del saldo de la deuda pública que se debe tener fondeada en MN y en ME. Este indicador estará en línea con las limitaciones de cada mercado, así como con las oportunidades del país en lo que respecta a la profundización del mercado en deuda local.

Para determinar el ratio objetivo de largo plazo de este indicador, utilizamos el modelo de descalce cambiario planteado por Calvo, Izquierdo y Talvi²² (2003), en donde se argumenta que las variaciones del tipo de cambio real (TCR) pueden afectar la solvencia fiscal de un país a través de sus efectos sobre el ratio deuda/PBI, en una economía en donde las posibilidades de producción se dividen en dos: (i) producción de bienes transables o de exportación, y (ii) producción de bienes no transables a ser consumida

²⁰ Ver: "Formulación de una estrategia de gestión de la deuda a mediano plazo: nota de orientación para las autoridades nacionales", documento elaborado por el BM y FMI - Febrero de 2009.

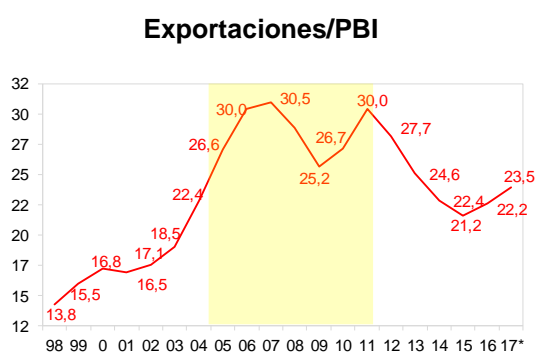
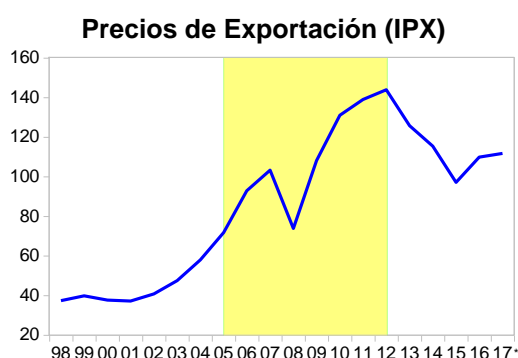
²¹ Tipo de cambio, de tasas de interés y de refinanciamiento.

²² Ver: Calvo, Izquierdo y Talvi (2003). "Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons". NBER - Working Paper 9828.

“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

en el mercado interno. Por tanto, un país estaría perfectamente calzado cuando su ratio de deuda ME/MN es igual a su ratio producción transable respecto a producción no transable.

El sector transable o sector cuya producción es exportable y la inversión en el mismo dependerá de los precios relativos de los bienes exportables (transables). Para el caso peruano, es importante observar que el *boom* de los precios de los *commodities* ayudó a que el ratio de participación de las exportaciones, respecto al PBI, pasara de casi 17% en el año 2000 a casi 30% en el período 2007-2011, para luego volver a caer a 22% en el 2016.



Fuente: BCRP

En el caso peruano, una parte importante de los ingresos del Gobierno dependen de actividades vinculadas a sectores transables (o de exportación). Asimismo la deuda pública estaría denominada en una proporción importante en ME (términos de bienes transables)

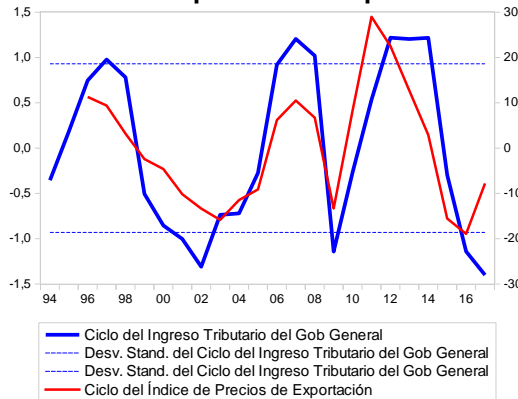
El descalce cambiario en el balance del sector público se produce cuando la deuda ME/MN no se equilibra con la proporción del PBI exportable/no exportable. Este descalce podría conllevar a que variaciones en el tipo de cambio real, debido a *shocks* externos, afecten la solvencia fiscal. Se estima que se estaría perfectamente calzado con un 78% de deuda en MN y hasta un 22% de deuda en ME.

b) Desde el lado de la presión tributaria

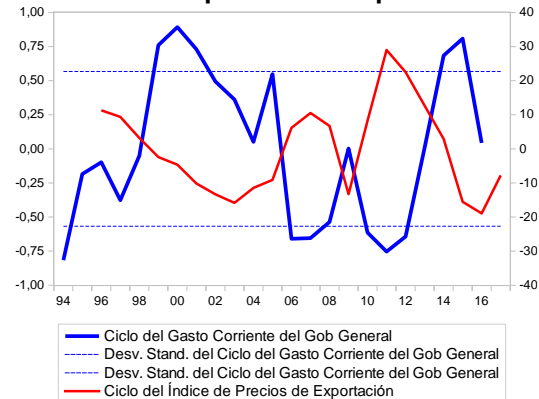
Se observa que el ciclo de los ingresos tributarios del Gobierno General se relacionan en gran medida con el ciclo de los precios de exportación, mientras que los ciclos de gastos del Gobierno no sigue el mismo patrón.

“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

Ciclo del ratio ingreso tributario GG/PBI vs. ciclo de los precios de exportación



Ciclo del ratio gasto corriente GG/PBI vs. ciclo de los precios de exportación

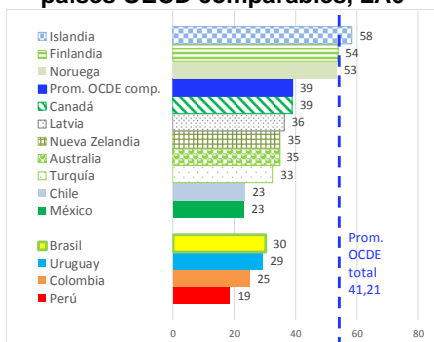


Fuente: BCRP Elaboración: DGETP-MEF

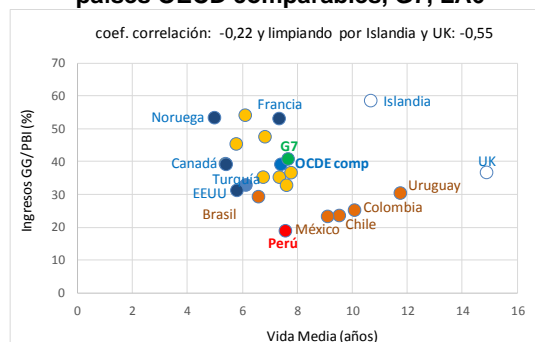
El plazo óptimo objetivo de la deuda (vida media) se determina evaluando la capacidad de pago, la sostenibilidad de la deuda; el suavizamiento de pago del servicio de la deuda dentro de un contexto del nivel de presión tributaria; la volatilidad de los ingresos, y la prociclicidad del gasto de Gobierno.

El análisis de la literatura indica que existiría una relación entre la vida media y la presión tributaria, y se puede determinar qué gobiernos de economías de ingresos medios, con más baja presión tributaria y que tienen más probabilidades de enfrentar una crisis de refinanciamiento, eligen una madurez más larga para mitigar este riesgo. Para el caso peruano, el FMI establece una vida media de 7,6 años en línea con países que tienen una presión tributaria entre 50% y 200% mayor a la peruana, mientras se observa que países LA6 con una mayor presión tributaria se ubican con una vida media entre 9 y 12 años. Para el caso peruano, se establece la vida media en 11 años.

2016 Ingresos GG/PBI países OECD comparables, LA6



Vida media vs. ingresos GG/PBI países OECD comparables, G7, LA6



Fuente: FMI, Elaboración: DGETP-MEF

El ratio objetivo de deuda a tasa variable respecto a la tasa fija no puede exceder de un 5% del total del saldo de la misma. Este indicador se sustenta en que las tasas de interés variables son las más vulnerables ante un alza de tasas e implica riesgos de incremento en el servicio de la deuda por posibles aumentos en las tasas de interés en



PERÚ

Ministerio de
Economía y Finanzas

Viceministerio de
Hacienda

Dirección General de
Endeudamiento y Tesoro Público

“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

el futuro. Por lo tanto, es recomendable fijar un porcentaje de deuda bajo a tasa variable, que refleje la volatilidad de los ingresos del Gobierno y su presión tributaria. Asimismo, el Gobierno actualmente ha logrado conseguir una fuente de financiamiento permanente a tasa fija como es el caso del mercado de deuda soberana en soles, donde la relación costo-riesgo hace a esta opción atractiva en medio de una política de endeudamiento baja a tasa variable.

“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

ANEXO 4: Proyecciones y simulaciones sobre indicadores de la deuda del SPNF

Considerando las proyecciones de la deuda bruta, las proyecciones del MMM 2018-2021, que contiene las metas y reglas fiscales para el período y las perspectivas de los mercados financieros locales e internacionales que definirán el acceso y las condiciones en las que se captará el nuevo endeudamiento y algunas operaciones de administración de deuda, se calcula a través de cuatro escenarios determinísticos (base, optimista, pesimista y de estrés), el rango referencial de metas que se va a alcanzar al cierre del año 2021.

Proyecciones de algunas variables macroeconómicas del SPNF utilizadas en las simulaciones según escenario

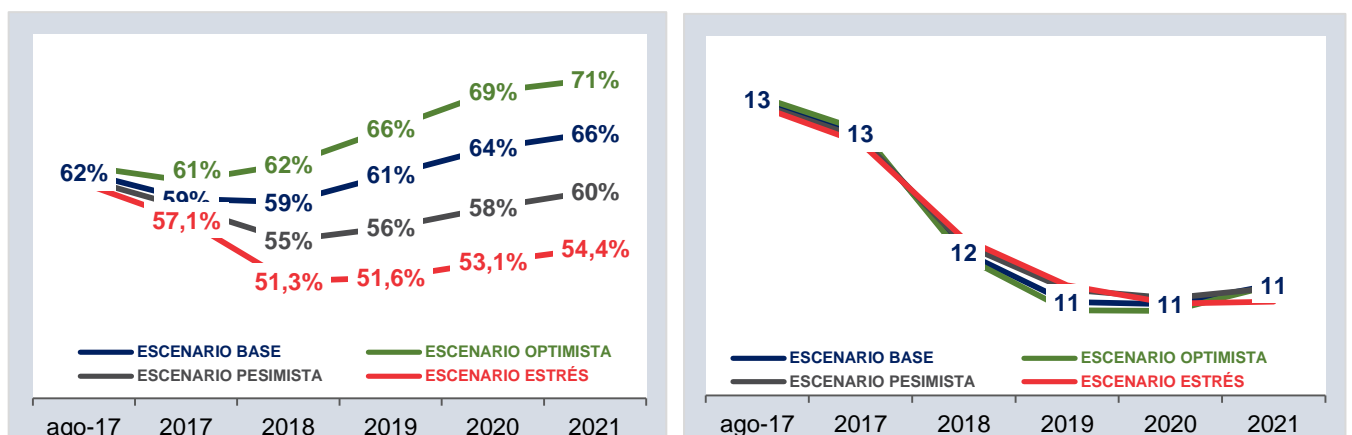
Supuestos	Escenario Base		Escenario Optimista		Escenario Pesimista		Escenario de Estrés	
	Externo	Interno	Externo	Interno	Externo	Interno	Externo	Interno
Resultado Primario (% PBI)	Entre -1,8% en 2017 a 0,5% en 2021		Entre -1,5% en 2017 a 0,9% en 2021		Entre -2,2% en 2017 a 0,1% en 2021		Entre -2,3% en 2017 a -0,1% en 2021	
Tasa de crecimiento real del PBI (%)	Entre 2,8% en 2017 a 4,0% en 2021		Entre 2,8% en 2017 a 5,0% en 2021		Entre 2,8% en 2017 a 3,5% en 2021		Entre 2,8% en 2017 a 3,0% en 2021	

Fuente: MEF- DGETP

Resultados de las simulaciones y determinación del rango de indicadores

En el siguiente gráfico, se muestra los resultados de algunos indicadores de seguimiento de la deuda bruta del SPNF que se alcanzarían en los próximos 4 años.

Algunos indicadores de la deuda bruta del SPNF



Fuente: MEF- DGETP

Al cierre del año 2021, se estableció el rango referencial de los indicadores de seguimiento de la deuda bruta del SPNF que se prevé alcanzar, considerando los resultados de los escenarios base y optimista.

“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

Proyecciones referenciales de indicadores de la deuda bruta del SPNF al cierre de 2021 (*)

Concepto	Rango previsto al cierre de diciembre 2021
Porcentaje de soles en el saldo bruto	65,5% - 70,7%
Porcentaje de deuda a tasa fija nominal en el saldo bruto	85,9% - 87,3%
Proporción de deuda interna en el saldo bruto	65,4% - 70,6%
Vida media (años)	11,0 - 11,2
Reprecio medio (años)	10,5 - 10,6
Concentración de amortizaciones en los próximos 12 meses 1_/	6,6% - 6,1%
Porcentaje del flujo de financiamiento en moneda local 2_/	79,8% - 85,6%

Fuente: MEF- DGETP

(*) Incluye derivados de cobertura y no incluye letras del Tesoro.

1_/ Indicador que mide la presión más inmediata de pagos.

2_/ Incluye el financiamiento de las operaciones de administración de deuda.

Proyección del servicio y composición de la deuda bruta

En tanto **el escenario base** contiene supuestos conservadores que se esperan alcanzar, a continuación se muestra el análisis de la posición y de las proyecciones de la deuda bruta del SPNF:

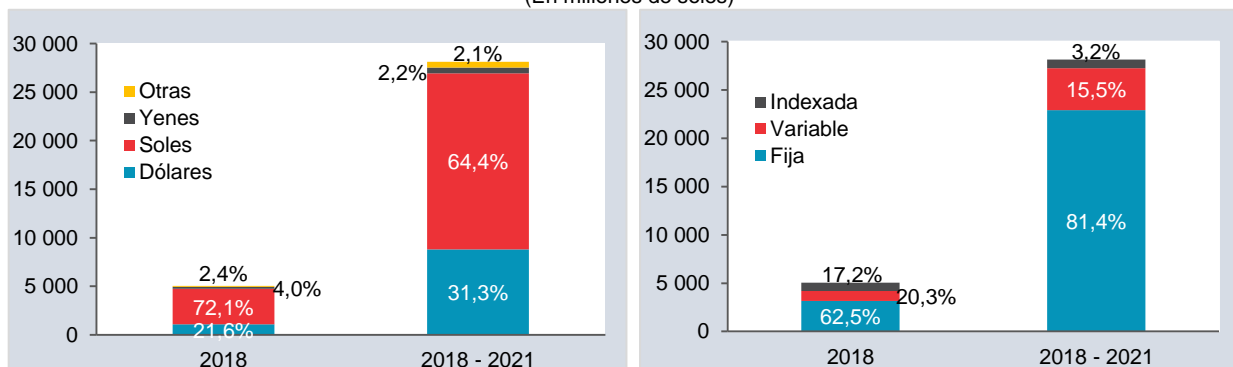
a. Proyección del servicio de la deuda bruta por monedas y tasas de interés

Las amortizaciones del año 2018 representan alrededor del 3,0% del total adeudado y el promedio de las mismas, hasta el año 2021, se ubica en alrededor del 3,9%. En términos relativos, la presión del pago del servicio de la deuda en el Presupuesto de la República pasará a fluctuar entre 10,2% y 14,2% de los ingresos anuales.

Por monedas, los soles explican alrededor del 72% en el año 2018 y el 64% para los vencimientos acumulados de los próximos 4 años. En esa misma línea, en el año 2018 los préstamos a tasa de interés fija suman el 62%, mientras que el 81% corresponde al período de los 4 años siguientes.

Vencimientos por monedas y tasas de interés del SPNF

(En millones de soles)


Fuente: MEF- DGETP

b. Proyección de la composición de la deuda bruta por plazo residual al vencimiento

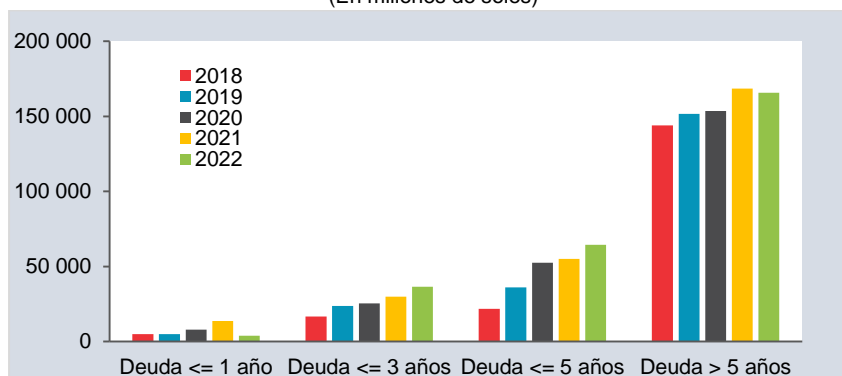
La estructura de maduración de los préstamos vigentes y de los que se esperan

“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

obtener en los próximos años continúa privilegiando los plazos mayores a cinco años; inclusive, en el año 2021, esta concentración será un poco mayor. El efecto de esta estructura también se visualiza en el perfil de vencimientos de la deuda pública.

Plazo al vencimiento de la deuda bruta del SPNF

(En millones de soles)

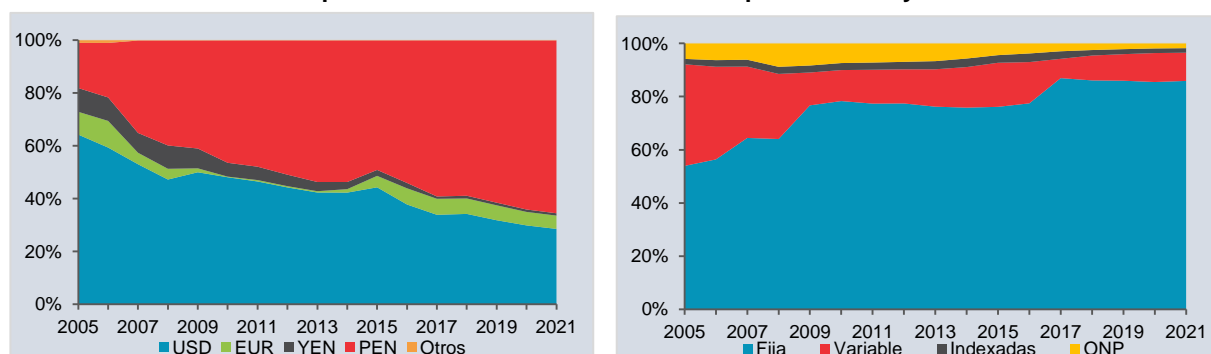


Fuente: MEF- DGETP

Así, en el escenario base, el porcentaje de vencimientos de la deuda mayor a 5 años a diciembre del año 2021 se proyecta en alrededor del 75,4%, posición relativa similar a lo observado en los años previos. Los factores que explicarán esta situación están relacionados con las emisiones de bonos soberanos que se proyectan realizar (reaperturas), que incluye el financiamiento de las operaciones de administración de deuda. Aun así, se espera que el indicador de vida media se ubique en alrededor de 11 años al cierre del año 2021.

c. Proyección de la composición de la deuda bruta por monedas y tasas de interés

La participación de la moneda local en el total de la deuda bruta se posicionaría en alrededor del 65,5% al cierre de 2021, superior al que se alcanzaría en el año 2017, indicador, que al cierre de agosto de 2017, alcanzó el 61,7%.

Evolución de la composición de la deuda bruta del SPNF por monedas y tasas de interés


Fuente: MEF- DGETP

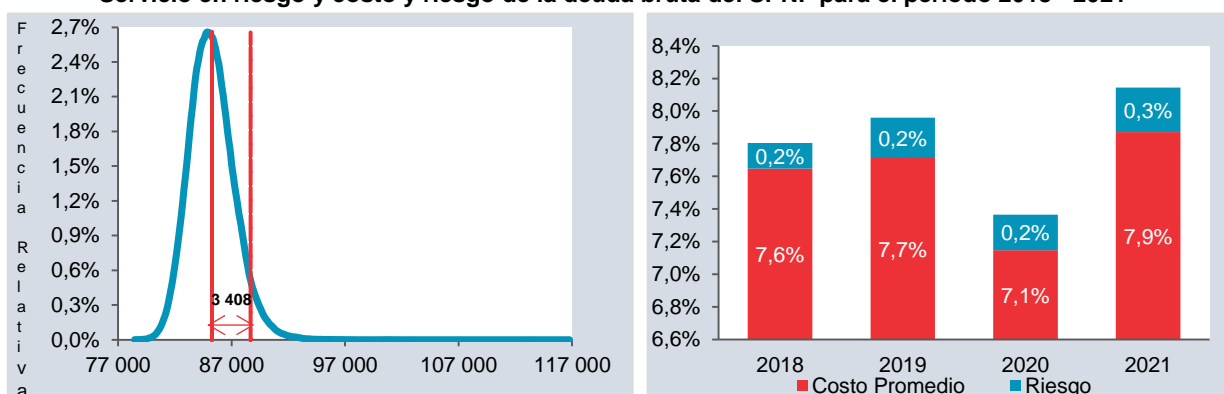
La proyección del componente de tasa fija en la estructura de la deuda bruta, para los próximos años, se mantiene por encima del 80% observado a partir del año 2017, alcanzando alrededor del 85,9% al cierre del año 2021.

“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

Servicio y costo en riesgo de la deuda bruta

El análisis del Servicio en Riesgo (SeR²³) arroja que el servicio de deuda estimado para los próximos cuatro años (desde el año 2018 hasta el año 2021 inclusive), con un nivel de confianza del 95%, alcanza niveles de alrededor de S/ 85 264 millones. El riesgo que se le atribuye 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/. 3 408 millones (4,0% adicional al pago del servicio de deuda estimado).

Servicio en riesgo y costo y riesgo de la deuda bruta del SPNF para el período 2018 - 2021



Fuente: MEF- DGETP

Por otro lado, el costo promedio anual en soles de la deuda bruta se define como el pago de intereses de la deuda más el monto adicional que podría generarse por efecto de las variaciones en el tipo de cambio y las tasas de interés²⁴. Este monto adicional, definido como riesgo, se calculó tomando en cuenta la evolución estocástica de las tasas de interés y tipos de cambio, así como su correlación conjunta²⁵. El incremento probable del costo por las variaciones de los tipos de cambio y de las tasas de interés representa, en promedio, alrededor de 22 pb para los 4 años analizados.

Indicadores de sostenibilidad determinística de la deuda bruta

El análisis del comportamiento del ratio de deuda pública bruta del SPNF de la República, a través del indicador de sostenibilidad²⁶, indica que aun cuando se prevé un menor crecimiento del PBI, menores ingresos fiscales y condiciones adversas en los

²³ 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.

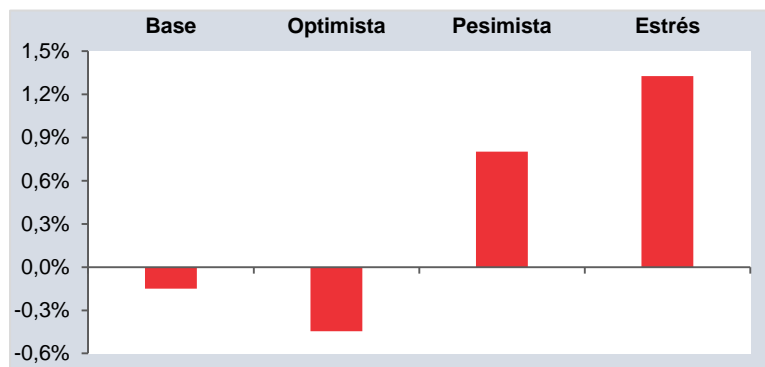
²⁴ Este costo financiero toma en consideración la evolución creciente que tendrían las tasas de interés de los préstamos pactados a tasas variables de la deuda pasiva y las tasas fijas del nuevo financiamiento y la estabilidad esperada en el tipo de cambio, lo que incrementaría el costo de la deuda en los próximos años.

²⁵ El riesgo del costo financiero, en términos de soles, se define como la diferencia entre el costo máximo (al 95% de confianza) y el costo promedio.

²⁶ Este indicador se define como la diferencia del superávit primario de equilibrio y el promedio ponderado de los superávits primarios proyectados, como ratios del PBI. El superávit de equilibrio es aquel que asegura que el ratio de deuda sea constante en el tiempo. Si el indicador tiene signo negativo, entonces la deuda pública es sostenible (y, eventualmente, decreciente).

“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

precios de las variables financieras en los próximos años, la deuda es sostenible en los escenarios base y optimista, no siendo así para los otros dos escenarios.

Indicador de sostenibilidad de la deuda bruta del SPNF
(Porcentaje del PBI)


Fuente: MEF- DGETP

En línea con estos resultados se han estimado, en términos relativos, algunos indicadores de deuda respecto al PBI esperado para los próximos años a fin de analizar su viabilidad presupuestal. El saldo de la deuda es ligeramente creciente hasta el año 2020 mientras que en el caso de los flujos estos son crecientes en todo el período, acentuándose en 2021.

Ratios de la deuda del SPNF sobre el PBI
(En porcentaje del PBI)

Escenario base	2018	2019	2020	2021
Deuda del SPNF/PBI	25,3%	26,2%	26,7%	25,8%
Servicio del SPNF/PBI	1,9%	2,0%	2,3%	2,9%
Amortizaciones del SPNF/PBI	0,7%	0,7%	1,0%	1,5%
Intereses del SPNF/PBI	1,2%	1,3%	1,3%	1,4%

Fuente: DGETP - MEF

Por el lado de los ingresos del SPNF proyectado para los siguientes años, se analiza la evolución de la capacidad de pago. La tendencia del saldo de la deuda es, en promedio, decreciente a excepción del año 2019, mientras que los flujos son crecientes en todo el periodo de análisis.

Ratios de la deuda del SPNF sobre sus ingresos
(En porcentaje de los ingresos)

	2018	2019	2020	2021
Deuda del SPNF/Ingresos	137,7%	137,9%	136,3%	127,5%
Servicio del SPNF/Ingresos	10,2%	10,1%	11,4%	14,2%
Amortizaciones del SPNF/Ingresos	3,6%	3,2%	4,7%	7,4%
Intereses del SPNF/Ingresos	6,6%	6,8%	6,6%	6,7%

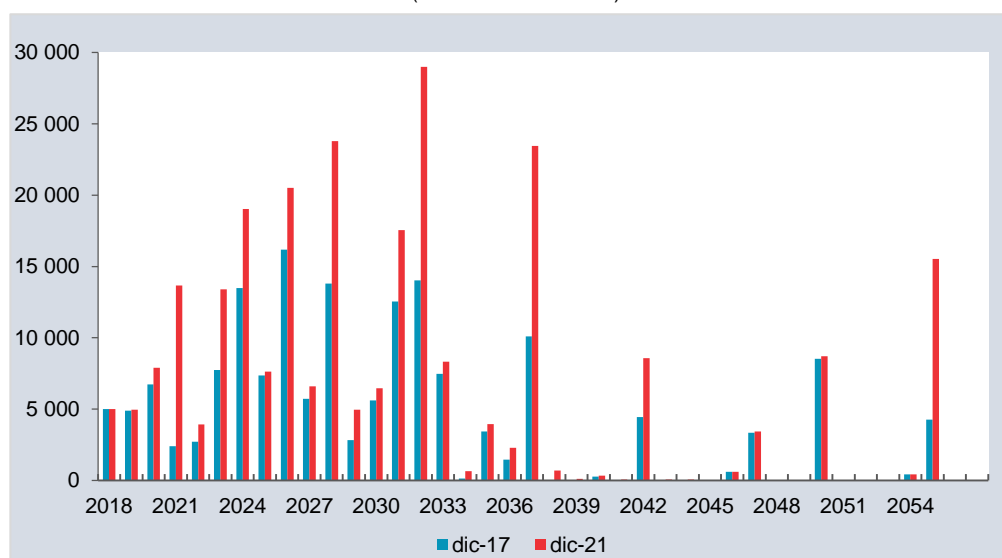
Fuente: DGETP - MEF

“Año del Buen Servicio al Ciudadano”

Otro de los objetivos de la estrategia es mejorar el perfil de vencimientos de la deuda del SPNF para evitar excesivas concentraciones de pagos. Así, en el siguiente gráfico, se muestra el perfil de vencimientos generado con el nuevo endeudamiento que se contrataría en el período 2018-2021 para financiar los requerimientos financieros y las operaciones de manejo de pasivos que se han previsto realizar.

Si bien se observa fuertes concentraciones de obligaciones en algunos años del perfil, estos podrían fácilmente refinanciarse, en tanto corresponden a la redención de los bonos soberanos y globales (más del 80% se refieren a deudas de mercado). La diferencia corresponde al endeudamiento que se supone se estaría realizando para el financiamiento de los grandes proyectos de infraestructura actualmente en cartera.

Proyección de amortizaciones de la deuda bruta del SPNF
(En millones de soles)



Fuente: MEF- DGETP